

Федеральное государственное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
Санкт-Петербургский государственный университет  
«Высшая школа менеджмента»

**Акционерный активизм хедж-фондов и результативность  
портфельных компаний**

Выпускная квалификационная работа  
студентки 4 курса программы бакалавриата  
по направлению «Менеджмент»,  
профиль – Финансовый менеджмент  
**Навширвановой Лианы Фиделевны**

---

*(подпись)*

Научный руководитель:  
Доцент кафедры финансов и учета,  
кандидат физико-математических наук  
**Березинец Ирина Владимировна**

---

*(Отметка научного руководителя  
о соответствии работы требованиям, датированная подписью  
научного руководителя))*

Рецензент  
Доцент кафедры финансов и учета  
**Пустовалова Татьяна Александровна**

---

*(подпись рецензента)*

Санкт-Петербург  
2021

## **ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ**

Я, Навширванова Лиана Фиделевна, студентка 4 курса Высшей школы менеджмента СПбГУ направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент) подтверждаю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Акционерный активизм хедж-фондов и результативность портфельных компаний», представленной в офис бакалаврской программы для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)»

\_\_\_\_\_ (Подпись студента)

\_\_\_\_\_ (Дата)

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение .....	5
Глава 1. Хедж-фонды .....	9
1.1.    Институциональные инвесторы .....	9
1.1.1. Хедж-фонды и фонды прямых инвестиций .....	10
1.1.2. Хедж-фонды и фонды взаимных инвестиций.....	11
1.2.    Эволюция хедж-фондов .....	14
1.3.    Хедж-фонды в XXI веке.....	16
1.3.1. Понятие «хедж-фонд» .....	18
1.3.2. Структура хедж-фонда .....	20
1.3.3. Структура вознаграждения .....	21
1.3.4. Инвесторы хедж-фондов .....	23
1.4.    Регулирование хедж-фондов .....	24
1.4.1. Регулирование хедж-фондов на международных рынках .....	25
1.4.2. Регулирование хедж-фондов в США.....	27
Глава 2. Акционерный активизм и результативность портфельных компаний .....	29
2.1.    Акционерный активизм .....	29
2.1.1. Акционерный активизм хедж-фондов в США .....	30
2.1.2. Акционерный активизм хедж-фонда на примере Trian и P&G.....	36
2.2.    Результативность компаний .....	38
2.2.1. Бухгалтерские показатели .....	39
2.2.2. Рыночные показатели.....	42
2.3.    Акционерный активизм и результативность портфельных компаний.....	46
Глава 3. Эмпирическое исследование.....	49
3.1.    Формулирование гипотез исследования .....	49
3.2.    Методология исследования .....	53
3.3.    Формирование выборки и описательная статистика переменных .....	57
3.4.    Результаты эконометрического анализа.....	66

3.5. Анализ полученных результатов .....	71
Заключение .....	77
Список литературных источников .....	80
Приложения .....	89

## ВВЕДЕНИЕ

Для максимизации своей доходности инвесторы реализуют разнообразные стратегии. Акционерный активизм является одной из популярных стратегий как среди индивидуальных, так и институциональных инвесторов. Суть стратегии заключается в том, что инвестор, приобретая относительно незначительную долю в компании, оказывает влияние на ее деятельность с целью увеличить акционерную ценность. Инвесторы-активисты могут как дружественно взаимодействовать с менеджментом, так критиковать текущую стратегию и управленческие практики компании, проводить изменения в компании и требовать от менеджмента осуществления действий, повышающих рыночную стоимость компании.

С начала 21 века число активистских кампаний непрерывно увеличивается, причем доминирующими игроками становятся хедж-фонды. Практически три четверти кампаний инициируются хедж-фондами. Наибольшей популярностью такая стратегия пользуется на американском рынке, где происходит более половины всех активистских событий. Страновые особенности определяют принципы функционирования хедж-фонда как института, а также влияют на их возможности реализации стратегии акционерного активизма. Ввиду развитости института хедж-фонда и существенного объема финансового рынка, а также наблюдаемой тенденции роста числа активистских кампаний, интерес исследователя представляет стратегия акционерного активизма хедж-фондов в США. Акционерный активизм хедж-фондов в рассматриваемой стране имеет ряд отличий от активизма других институциональных инвесторов, в первую очередь, благодаря особому регуляторному статусу института.

Инвесторы-активисты в лице хедж-фондов приобретают долю в публичной компании с намерением участвовать в управлении и контроле компании, своими активными действиями оказывают значительное влияние на принимаемые организацией стратегические решения, а также ее результаты. К основным тактикам реализации стратегии активизма хедж-фондов относят регулярное взаимодействие с советом директоров или менеджментом, представительство в совете директоров, внесение предложений на собрания, публичная критика деятельности компании, судебные тяжбы. Хедж-фонд может добиваться продажи портфельной компании с премией, продажи активов или выделения подразделений, выплаты дивидендов, изменения структуры капитала или долгосрочной стратегии компании. Акционерный активизм является важной темой в сфере корпоративного управления. Поскольку активистские кампании хедж-

фондов становятся распространенным явлением, то определение их последствий для портфельных компаний имеет важное значение [Goodwin, 2015; Lazard, 2019].

Последствия акционерного активизма являются темой для дебатов. Сторонники утверждают, что данная стратегия смягчает агентскую проблему в компании, поскольку активисты играют важную роль в корпоративном контроле. Противники винят активистов в ухудшении положения компании, объясняя осуществляемые ими действия ориентацией на краткосрочный результат. По их мнению, хедж-фонды разрушают акционерную ценность за счет того, что мешают менеджерам осуществлять долгосрочные проекты. Американский финансовый регулятор SEC также выражает обеспокоенность акционерным активизмом хедж-фондов.

Одними из первых академических работ, посвященных акционерному активизму хедж-фондов и результативности портфельных компаний, являются исследования [Klein, Zur, 2006; Clifford, 2007; Brav et al, 2008]. Тема продолжает вызывать интерес в академических кругах, о чем свидетельствуют недавно опубликованные исследования [deNaan et al., 2018; DesJardine, Durand, 2020].

Актуальность данной темы, во-первых, подтверждается большим числом научных исследований, посвященных явлению акционерного активизма хедж-фондов, а также отсутствием консенсуса относительно долгосрочных последствий для результативности компаний. Особый интерес к данной теме наблюдается со стороны профессоров ведущих университетов США, таких как Columbia, Harvard, Duke, Vanderbilt и UPenn.

Во-вторых, актуальность подтверждается значительным количеством аналитических исследований акционерного активизма и хедж-фондов. Ежегодные и ежеквартальные отчеты консалтинговой фирмы Lazard об акционерном активизме, специализированные отчеты Activist Insight и EurekaHedge свидетельствуют о наличии спроса на информацию по данной теме.

Основные исследовательские вопросы данной работы формулируются следующим образом: «Существует ли взаимосвязь между акционерным активизмом хедж-фонда и результативностью портфельных компаний, в которые фонд осуществляет инвестиции? Есть ли различия в результативности для портфельных компаний, где хедж-фонд реализовал стратегию акционерного активизма, и где стратегия не была реализована».

Основываясь на исследовательских вопросах, цель данного исследования может быть сформулирована следующим образом: выявить взаимосвязь между стратегией акционерного активизма хедж-фондов и результативностью портфельных компаний.

Для достижения цели выпускной квалификационной работы были поставлены следующие задачи:

1. Сформулировать понятие хедж-фонда, его место среди институциональных инвесторов и состояние современной отрасли.
2. Ввести понятие акционерного активизма и его особенности как одной из реализуемых стратегий хедж-фонда.
3. Представить обзор исследований, посвященных деятельности хедж-фондов и их стратегии акционерного активизма.
4. Проанализировать подходы к оцениванию результативности компаний.
5. Провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между стратегией акционерного активизма и результативности портфельных компаний.
6. Проанализировать результаты, полученные в ходе эмпирического исследования, сделать соответствующие им выводы и дать практические рекомендации.

Объектом исследования являются американские хедж-фонды и публичные компании, долю которых фонды приобретали в период с 2009 по 2016 год. Предметом исследования выступает взаимосвязь между факторами стратегии акционерного активизма хедж-фондов, выделенными в ходе исследования, и показателями результативности компаний.

Работа выполнена в формате эмпирического исследования. В выборку вошли 334 наблюдения, в которых американские хедж-фонды приобретали долю американских публичных компаний. Для проведения исследования из базы данных SEC EDGAR была собрана информация о каждой сделке, в том числе название хедж-фонда и портфельной компании, размер приобретаемой доли, дата осуществления сделки, факт реализации стратегии, цель и тактика хедж-фонда. Кроме того, с помощью базы данных Refinitive Eikon была собрана информация о каждой портфельной компании, состоящая из финансовых показателей компании за рассматриваемый период (до трех лет включительно после инвестиции), таких как выручка, рентабельность активов, рыночный показатель результативности, структура собственности. Статистический и эконометрический анализ проводился при помощи пакета Stata.

Структура работы соответствует сформулированным задачам и состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Первая глава раскрывает понятие хедж-фонда, место хедж-фонда среди институциональных инвесторов, в том числе в сравнении с фондами взаимных и прямых инвестиций. В первой

главе также рассматриваются история развития и современное устройство хедж-фондов, особенности регулирования данного института как в США, так и в странах Европы и Азии. Вторая глава посвящена стратегии акционерного активизма и результативности портфельных компаний. В частности, в ней дается понятие стратегии акционерного активизма, рассматриваются и систематизируются основные исследования, посвященные акционерному активизму хедж-фондов, а также его влиянию на портфельные компании. Во второй главе выделяются основные подходы к оценке результативности компании, а также конкретные показатели, которые будут использованы при моделировании для тестирования наличия взаимосвязи с со стратегией акционерного активизма. В третьей главе формулируются исследовательские гипотезы, проводится эмпирическое исследование, направленное на выявление взаимосвязи между показателем результативности портфельной компании и стратегией акционерного активизма. Глава также состоит из методологии исследования, описания процесса сбора данных и формирования выборки, описательной статистики, построения регрессионных моделей и анализа результатов проведенного анализа. В заключении представлены основные выводы по работе и даны практические рекомендации.

Практическая значимость исследования заключается в том, большинство работ изучают акционерный активизм на наблюдениях до 2007 года (первая волна), период исследования в данной работе уже приходится на вторую волну активизма с 2009 по 2016 гг. Результаты данной работы могли бы быть полезны менеджерам хедж-фондов и портфельных компаний, текущим и потенциальным инвесторам, а также государственным органам.



## ГЛАВА 1. ХЕДЖ-ФОНДЫ

Исследование взаимосвязи результативности портфельных компаний и стратегии акционерного активизма хедж-фондов подразумевает понимание специфики данного типа институциональных инвесторов. В первой главе автором определяется место хедж-фондов среди институциональных инвесторов, проводится сравнительный анализ хедж-фондов и других инвесторов. Далее рассматривается история хедж-фонда: зарождение, эволюция и современное положение отрасли, включающее в себя понятие, структуру управления и вознаграждения, а также характеристики его инвесторов. В главе отдельное внимание уделено правовому аспекту хедж-фонда, в рамках которого раскрываются особенности законодательного регулирования хедж-фондов в контексте нескольких стран.

### 1.1. Институциональные инвесторы

Хедж-фонды относятся к институциональным инвесторам, которые могут быть определены как юридические лица, аккумулирующие и инвестирующие денежные средства частных инвесторов. Отсутствие общепринятого определения обусловлено большим числом и разнообразием институциональных инвесторов, а именно их специфическими различиями. Неформально выделяют широкие категории институциональных инвесторов: традиционные, альтернативные и управляющие активами (asset managers) [Çelik, Isaksson, 2013].

Под традиционными инвесторами понимаются пенсионные фонды (pension funds), инвестиционные фонды (investments funds) и страховые компании (insurance companies). Фонды взаимных инвестиций (mutual funds) являются частью инвестиционных фондов. В группу альтернативных инвесторов выделяются относительно новые и комплементарные к традиционным типы институциональных инвесторов, такие как хедж-фонды (hedge funds), фонды прямых инвестиций (private equity funds), суверенные фонды благосостояния (sovereign wealth funds), биржевые инвестиционные фонды (exchange traded funds). Несмотря на достаточно условное деление инвесторов на традиционных и альтернативных, особенностью последних является наличие ограниченного количества достоверных данных. Организация экономического сотрудничества и развития, опираясь на классификацию институциональных инвесторов Кодекса управления Великобритании (The UK Stewardship Code), отдельно дифференцируют управляющих активами, инвестирующих от имени своих клиентов.

Размер активов в управлении у разных инвесторов отличается по масштабу. Согласно исследованию Preqin на 2020 год [Preqin Global Hedge Fund Report, 2020] активно

функционирует более 16300 хедж-фондов, управляющих 3,61 триллионами долларов. Рынок фондов прямых инвестиций более концентрированный, чем рынок хедж-фондов: по данным ежегодного отчета PwC «Private Equity Trend» за 2020 год [Private Equity Trend Report 2020 Bull or bear?, 2021] в управлении 3524 фондов находится 4,1 триллиона долларов. Что касается биржевых инвестиционных фондов (ETF), по данным ETFIGI на конец 2017 года торгуется 5224 фонда, объем активов в управлении которых составляет 4,43 триллиона долларов. Отличительной чертой пенсионных и фондов взаимных инвестиций от хедж-фондов является в несколько раз превышающий объем активов. Организация экономического сотрудничества и развития в отчете «Pension Markets In Focus» за 2020 год [Pension Markets in Focus, 2020] сообщает об объеме пенсионных активов в 50 триллионов долларов, однако из-за вспышки COVID-19 прогнозирует снижение показателя на 10% уже на первый квартал текущего года. На 2014 год в управлении фондов взаимных инвестиций находилось 33 триллиона долларов, на 2019 год был спрогнозирован рост до 46 триллионов [OECD Business and Finance Outlook, 2015].

#### **1.1.1. Хедж-фонды и фонды прямых инвестиций**

Хедж-фонды имеют определенную схожесть с фондами прямых инвестиций по ряду признаков. Они оба представляют собой слабо регулируемые объединения частного капитала для дальнейшего инвестирования, которые платят высокую плату за управление и результат. Одним из оснований для сравнения инвестиционных фондов служит их организационно-правовая форма. Хедж-фонды и фонды прямых инвестиций как правило организованы как коммандитные товарищества (limited partnership) или общества с ограниченной ответственностью (limited liability company) в связи со значительными налоговыми преимуществами [Yeram, 2009; Persaud, Atkinson, 2012].

Хедж-фонды и фонды прямых инвестиций не так строго регулируются, поскольку их структура и реализуемые инвестиционные стратегии позволяют им удовлетворять соответствующим требованиям, чтобы быть освобожденными от законов и правил, которые могут ограничить их операционную свободу. Именно по этой причине фонды ограничивают число своих инвесторов [Hedge funds: structure, strategies, and performance, 2017]. Отличие между фондами проявляется в ликвидности объектов инвестирования: хедж-фонды инвестируют в относительно ликвидные активы через покупку миноритарных позиций в акциях и облигациях компаний, в то время инвестиции фондов прямых инвестиций характеризуются меньшей ликвидностью, как правило, это приобретение и владение целыми компаниями на период от 3 до 7 лет. Структура капитала фондов также имеет значительные различия. Пока крупные хедж-фонды активно используют кредитное

плечо на уровне фонда для повышения инвестиционной активности, фонды прямых инвестиций используют заемные средства только в портфельных компаниях.

### **1.1.2. Хедж-фонды и фонды взаимных инвестиций**

Как и хедж-фонды фонды взаимных инвестиций представляют собой пул инвестированного капитала. На этом сходства между данными финансовыми институтами заканчиваются.

Различия между рассматриваемыми инвесторами проявляются в инвестиционных стратегиях, например, у хедж-фондов они более гибкие в сравнении с фондами взаимных инвестиций. Хедж-фонды отличает частое использование спекулятивных инвестиционных практик, например, таких как кредитное плечо (заимствование для увеличения инвестиционной подверженности, а также риска), короткие продажи и другие [Scaramucci, 2012; Investor Bulletin: Hedge Funds, 2012]. Пока взаимные фонды пытаются переиграть рынок, т. е. ориентируются на относительные доходности, хедж-фонды нацелены на абсолютные доходности, зарабатывая при любой конъюнктуре рынка [Hedge funds: structure, strategies, and performance, 2017].

В то время как хедж-фонды не обязаны регистрироваться в соответствии с законодательством о ценных бумагах, в Соединенных Штатах Америки SEC обязывает управляющих фондов взаимных инвестиций быть зарегистрированными [Hedging Your Bets: A Heads Up on Hedge Funds and Funds of Hedge Funds, 2008]. В отличие от хедж-фондов, где разрешено не более 500 аккредитованных инвесторов, к инвесторам взаимных фондов не выдвигаются требования по количеству и благосостоянию. Широкая доступность фондов взаимных инвестиций для населения и используемые инвестиционные стратегии служат причиной для строгого правового и нормативного регулирования [Hedge funds: structure, strategies, and performance, 2017]. Фонды взаимных инвестиций обязаны на постоянной основе предоставлять всю информацию, их также затрагивают ограничения на размер кредитного плеча, коротких продаж и вознаграждения за результат [Stowell, 2017].

Структура вознаграждения также сильно различается: в фондах взаимных инвестиций комиссия за управления значительно ниже, чем в хедж-фондах, а также, как правило отсутствует вознаграждение за результат. Взаимные фонды нацелены на относительную доходность, а хедж-фонды на абсолютную положительную. Итоги сравнительного анализа хедж-фондов, фондов прямых инвестиций и фондов взаимных инвестиций представлены в таблице 1.

**Таблица 1.** Сравнительный анализ хедж-фондов, фондов прямых инвестиций и фондов взаимных инвестиций

<b>Критерий для сравнения</b>	<b>Хедж-фонды</b>	<b>Фонды прямых инвестиций</b>	<b>Фонды взаимных инвестиций</b>
Организационно-правовая форма	Коммандитные товарищества или общества с ограниченной ответственностью		Компания
Стратегия	Как правило, генерация прибыли за счет торговых позиций (с помощью индексов, арбитража, рыночной неэффективности). Комбинация разнообразных стратегий	«Портфели на заказ» (bespoke portfolio) и активное управление портфельными компаниями; широкая инвестиционная направленность	Активное управление диверсифицированными активами, генерация прибыли за счет комиссии. Структурные ограничения относительно размера инвестиции в одну компанию.
Финансовая структура	Фонды используют леверидж для увеличения инвестиционной активности	Леверидж в портфельных компаниях, в фонде только акционерный капитал	Преимущественно собственный капитал, использование заемного капитала ограничено.
Ликвидность активов	Относительно высокая ликвидность	Низкая ликвидность	Высокая ликвидность
Инвесторы	Аккредитованные или квалифицированные инвесторы: состоятельные частные лица и институциональные инвесторы (пенсионные фонды) – высокие минимальные суммы инвестиций		Нет ограничений к квалификации, небольшие минимальные суммы инвестиций
Степень регулирования	Ограниченное регулирование: необязательная регистрация для хедж-фондов и управляющих		Обязательная регистрация, регулирование и надзор со стороны государства

**Таблица 1.** Сравнительный анализ хедж-фондов, фондов прямых инвестиций и фондов взаимных инвестиций (продолжение)

<b>Критерий для сравнения</b>	<b>Хедж-фонды</b>	<b>Фонды прямых инвестиций</b>	<b>Фонды взаимных инвестиций</b>
Структура вознаграждения менеджера	Плата за управление и вознаграждение по результатам		Плата за управление меньше, чем у хедж-фондов. Вознаграждение по результатам отсутствует
Инвестиционные стратегии	Сложные, гибкие	Зависят от стадии жизненного цикла организации	Ограниченные законодательством
Результативность фонда	Нет стандартной методологии расчета; ориентируются на абсолютную положительную доходность.	Традиционные показатели: ставка внутренней доходности (IRR), инвестиционные мультипликатор (MoM) и др.	Определенные способы расчета текущей доходности, эквивалентной доходности с учетом налогов, средней общегодовой нормы прибыли; ориентация на относительные доходности
Портфель	Разнообразный состав (акции, облигации, деривативы)	Акции	Акции и облигации
Lock-up период для инвесторов	6 месяцев – 2 года	5–10 лет	Отсутствует

Источник: составлено автором исследования

## 1.2. Эволюция хедж-фондов

Зарождение хедж-фонда связано с возникновением стратегии хеджирования для устранения рыночного риска в инвестиционных фондах. Однако со временем хедж-фонды стали использовать в своей деятельности и другие разнообразные инвестиционные стратегии, не связанные с хеджированием. Существует несколько альтернативных точек зрения относительно периода возникновения первого хедж-фонда.

В 2009 году портфельный менеджер и инвестиционный стратег Джон Лонго (John M. Longo) описал встречу с Уорреном Баффетом (Warren Edward Buffett), в которой выдающийся инвестор высказал свое мнение относительно появления первого хедж-фонда. Баффет считает, что основанный еще в 1926 году фонд Benjamin Graham Joint Account, обладал отличительными для хедж-фонда характеристиками, такими как организация в форме товарищества, включение в инвестиционную политику коротких позиций и долговых инструментов, а также зависимость вознаграждения управляющего фондом от результатов деятельности [Longo, 2009].

Карл Карстен (Karl Karsten) в исследовательской работе 1931-го года сформулировал принципы управления хедж-фондами с помощью инвестиционной стратегии хеджирования, включающей как длинные, так и короткие позиции в ценных бумагах. Кроме того, за год до публикации исследования с целью тестирования гипотез научного прогнозирования на фондовом рынке Карстен создал инвестиционный фонд, реализующий данную стратегию. Согласно Деннистоуну (Christopher Dennistoun), уже спустя 7 месяцев после создания фонд смог достичь показателей огромной доходности в 78% вопреки ситуации на рынке капитала в тот период [Karsten, 1931, Ganchev, 2015].

Несмотря на вышеперечисленные факты, большинство исследователей сходятся во мнении, что история хедж-фонда современного типа берет начало в 1949 году и связана с учреждением инвестиционного фонда Альфредом Джонсом (Alfred Winslow Jones). Докторская степень в социологии и опыт работы над отчетами по финансам и инвестированию в издании *Fortune*<sup>1</sup> привели Альфреда У. Джонса к решению о создании собственного инвестиционного фонда A.W. Jones & Co, в основе которого лежала идея о комбинировании длинных продаж акций с ожидаемым ростом и коротких продаж акций с ожидаемым падением рыночной стоимости. Для создания фонда Джонс вложил собственные 40 тысяч долларов и привлек 60 тысяч долларов от инвесторов. Фонд хеджировал риск акций, приобретённых для создания инвестиционного портфеля, и уменьшал подверженность общему падению рынка. Кредитное плечо (леверидж) для

---

<sup>1</sup> *Fortune* — широко известный американский деловой журнал

максимизации инвестиционной прибыли, т. е. комбинирование инвестиционных и финансовых решений, является отличительной характеристикой деятельности A.W. Jones & Co в сравнении с упомянутыми ранее фондами Б. Грехэма и К. Карстена. В современном мире нет хедж-фондов, которые бы не использовали данный рискованный подход в своем управлении. Еще одним стандартом в индустрии хедж-фондов стало введенное Джонсом правило 20% от прибыли как премии за результат (performance fee). [Frush, 2008; Mallaby, 2010; Dixon, 2012; Stowell, 2018; Wilson, 2014].

Хедж-фонды приобрели широкую известность благодаря упоминанию выдающихся результатов деятельности фонда A.W. Jones & Co в статье Кэрол Лумис издания Fortune в 1966 году. Несмотря на стагнацию американского рынка капитала за 10-летний период (с 1955 по 1965 гг.) фонд вырос на 670%, в то время как аналогичный показатель фонда Dreyfus, лидера среди фондов взаимных инвестиций, достиг только 358%. Публикации последовало интенсивное развитие сектора: возможность заработка в 10–20 раз больше, чем на традиционных инвестициях привлекала многочисленных инвесторов, поэтому в период с 1966 по 1968 гг. было создано около 140 новых фондов. Тогда же в 1969 году Джордж Сорос (George Soros) становится управляющим фонда Double Eagle, а Майкл Стейнхардт (Michael H. Steinhardt) основывает Steinhardt Partners, получивший широкое признание за выдающиеся долгосрочные показатели при использовании инвестиций с краткосрочными временными горизонтами. Примечательно, что именно в 1969 году спустя 13 лет работы прекратил существование хедж-фонд Уоррена Баффета Buffett Partnership [Loomis, 1966].

В периоды 1969–1970 гг. и 1973–1974 гг. из-за нефтяного кризиса и экономической стагнации большинство недавно основанных фондов испытали огромные потери и банкротство. Многие новые хедж-фонды не использовали инструменты короткой продажи и кредитного плеча в той же степени, как Альфред Джонс: менеджеры делали акцент на леверидж и отказывались от коротких продаж. Учитывая, что большинство фондов держали длинные позиции, обвал рыночных цен привел к потере 70% общей ценности. Последствия кризиса были ощутимы еще на протяжении 10 лет, о чем свидетельствует сократившееся до 64 число действующих на 1984 год хедж-фондов. [Frush, 2008; Anderson et al., 2010; Ganchev, 2015].

Вторая половина 1980-х годов характеризовалась умеренной инфляцией и подъемом экономики, что привело к росту цен как на американском, так и на мировом рынке. Управляющие хедж-фондов стали включать в свои портфели международные активы. В то же время стали появляться более стандартизированные фьючерсные контракты, набирала

популярность торговли иностранной валютой и облигациями развитых стран. Хедж-фонды стали глобальными, и их число резко возросло. Все меньше хедж-фондов пользовалось традиционной длинной/короткой стратегией, заменяя ее на валютные и финансовые деривативы, такие как фьючерсы и опционы. Уже через несколько лет с 1989 по 1992 гг. фонды стали показывать высокие доходности. По данным Tremont Partners, в конце 1990-х гг. их общее число превышало отметку в 4000, а в управлении находилось 38 миллиардов долларов [Frush, 2008].

Одним из знаковых событий в истории хедж-фондов является «Черная среда» 1992 года, когда фонд Quantum, управляемый Джорджем Соросом, обрушил британский фунт, коротко продавая фунты стерлингов и покупая в длинной позиции немецкие марки. На этих операциях фонд заработал более 1 миллиарда долларов. Помимо повышения процентной ставки с 10% до 15%, банк Англии был вынужден вывести фунт из европейской валютной системы и преобразовать в отдельную европейскую валюту. [Mallaby, 2010]

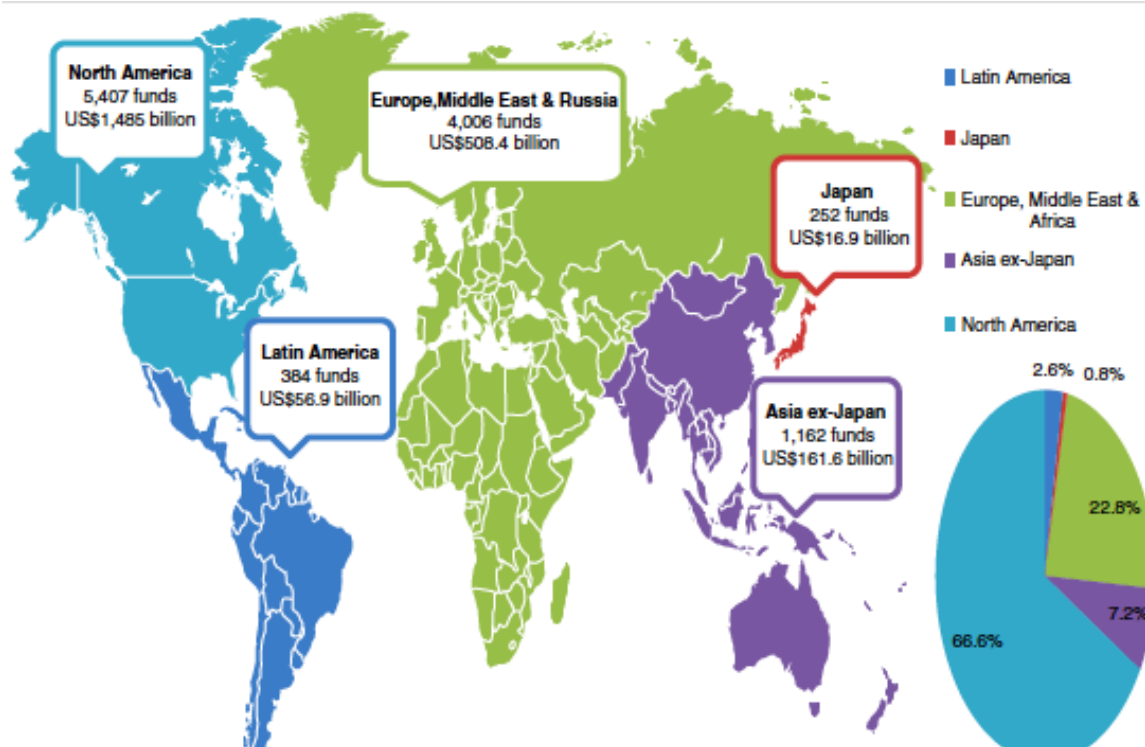
Банкротство фонда Long Term Capital Management (LCTM) в 1998 году еще раз подняло вопрос о роли хедж-фондов на мировом финансовом рынке и важности регулирования их деятельности. Финансовый кризис в России привел к тому, что из-за большого кредитного плеча в долговых ценных бумагах фонд понес убытки в размере более 4 миллиардов долларов. Чтобы минимизировать потери других финансовых институтов Федеральной резервной системе пришлось вмешаться и принять своевременные меры. Однако, это событие изменило восприятие хедж-фондов в обществе. Как следствие, финансовые институты и регулирующие органы ужесточили надзор за их деятельностью, стали требовать больше информации об операциях и ввели ограничения на бесконтрольное увеличение кредитного плеча [Ganchev, 2015].

### **1.3. Хедж-фонды в XXI веке**

К 2006 году количество хедж-фондов по всему миру достигло 9000, а активы в управлении составили 1.4 триллиона долларов [Frush, 2008]. Однако, уже через 2 года мировой финансовый кризис и ряд скандалов, связанных с финансовыми пирамидами, привели к сокращению активов в управлении хедж-фондов. Значительные убытки хедж-фондов в 2008 году опровергли историческое утверждение о том, что их доходность не коррелирована с рыночной доходностью традиционных инвестиционных инструментов, таких как акции и облигации. Тем не менее, со временем популярность хедж-фонды стала возвращаться. Согласно Preqin [Preqin Global Hedge Fund Report 2020, 2020], на 2020 год активно функционирует более 16300 хедж-фондов, в управлении которых находится 3,61 триллионов долларов.



Современная отрасль хедж-фондов является высококонцентрированной: у 6% всех хедж-фондов в управлении находятся 77% всех активов отрасли [HFR Global Report, 2020]. Регионом, где осуществляют свою деятельность большинство хедж-фондов, является Северная Америка с 66% и Европа, Средняя Азия, Россия с 22,8%. На рисунке 1 показано распределение активов и хедж-фондов по регионам. По данным Европейской ассоциации фондов и управления активами (EFAMA) на 2019 год активы хедж-фондов в Европе преимущественно сосредоточены в Люксембурге, Ирландии, Великобритании, Франции и Швейцарии [Fagetan, 2021]



**Рис. 1.** Мировая карта хедж-фондов

Источник: Eurokahedge [Stowell, 2018]

Несмотря на свое название, большинство современных фондов не используют стратегию хеджирования. Академическое исследование, проведенное в 2001 году, показало, что бета хедж-фондов относительно S&P 500 равна 0,84, а исследование в 2009 году на более новых данных еще раз подтвердило это [Asness et al., 2001].

Одной из производных хедж-фондов стал фонд хедж-фондов (фонд фондов), берущий начало в 1969 году с фонда Leveraged Capital Holdings. Принцип работы состоит в том, что фонды хедж-фондов выделяют капитал нескольким хедж-фондам. Инвесторы, покупающие акции в фонде фондов, не инвестируют в конкретный хедж-фонд, а приобретают пропорциональную долю собственности в коллективном портфеле обычно от

30 до 60 хедж-фондов [Lhabitant, 2006]. Данный тип фондов характеризуется большей гибкостью в отношении количества инвесторов, которым разрешено инвестировать в любой хедж-фонд, а также обеспечивают повышенную диверсификацию рисков благодаря инвестированию в несколько автономных хедж-фондов.

### **1.3.1. Понятие «хедж-фонд»**

На данный момент отсутствует принятое во всем мире или закрепленное на законодательном уровне определение хедж-фонда [Briggs, 2007; Stowell, 2018]. В исследованиях, литературе и документации, относящейся к деятельности хедж-фондов, приводятся различные трактовки данного понятия.

Например, Европейский Центральный Банк понимает под хедж-фондом любые коллективные инвестиционные предприятия, независимо от их правовой структуры в соответствии с национальным законодательством, которые применяют относительно неограниченные инвестиционные стратегии для достижения положительной абсолютной доходности и менеджеры которых, помимо платы за управление, получают вознаграждение в связи с результатами деятельности фонда. Помимо определения Банк приводит следующие дополнительные характеристики учреждений [Manual on investment fund statistics, 2017]:

1. Традиционно ориентированы на состоятельных частных и институциональных инвесторов с помощью введения высокого минимального порога инвестиций. Недоступны для широкого круга, основной канал распространения – частные размещения.
2. Заранее определены ежеквартальные или месячные условия подписки (subscription) и минимальные периоды, в течение которого инвестору не разрешается изымать инвестированные средства (lock-up).
3. Обычно менеджеры также вкладывают свои деньги.

Ричард К. Вилсон (Richard C. Wilson), основатель и CEO (chief executive officer) ассоциации Hedge Fund Group<sup>2</sup>, в «Наглядном пособии по хедж-фондам» (Visual guide to Hedge Funds), дает следующее определение хедж-фонда: «альтернативный инвестиционный, чаще всего организованный как командитное товарищество, круг инвесторов которого ограничен аккредитованными инвесторами. Хедж-фонды активно управляются, инвестируют в различные ценные бумаги — иногда очень сложные или экзотические — и, как правило, работают с большей гибкостью, более высоким кредитным

---

<sup>2</sup> Hedge Fund Group - крупнейшая ассоциация хедж-фондов, объединяющая более чем 115 000 членов по всему миру.

плечом, более сложными стратегиями и с меньшим регулирующим надзором, чем традиционный инвестиционный фонд».

[de Figueiredo Jr et al, 2019] дают следующее лаконичное определение: «Хедж-фонд — это товарищество с ограниченной ответственностью, состоящее из частных инвесторов, чьи деньги управляются профессиональным менеджером».

Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC), являющаяся главным органом, осуществляющим функции надзора и регулирования американского рынка ценных бумаг, подчеркивает, что термин не имеет точного юридического и общепринятого определения, и описывает деятельность хедж-фондов как объединение и вложение денег инвесторов с целью получить положительную прибыль [Implications of the Growth of Hedge Funds, 2003; Investor Bulletin: Hedge Funds, 2012]

«Регулирование и нерегулирование хедж-фондов» из серии книг о финансовых институтах и услугах использует термин «хедж-фонд» для описания объединенных инвестиционных инструментов, которые организованы в частном порядке и управляются профессиональными менеджерами и часто участвует в активной торговле различных видов ценных бумаг и товарных фьючерсных и опционных контрактов [Yeram, 2009].

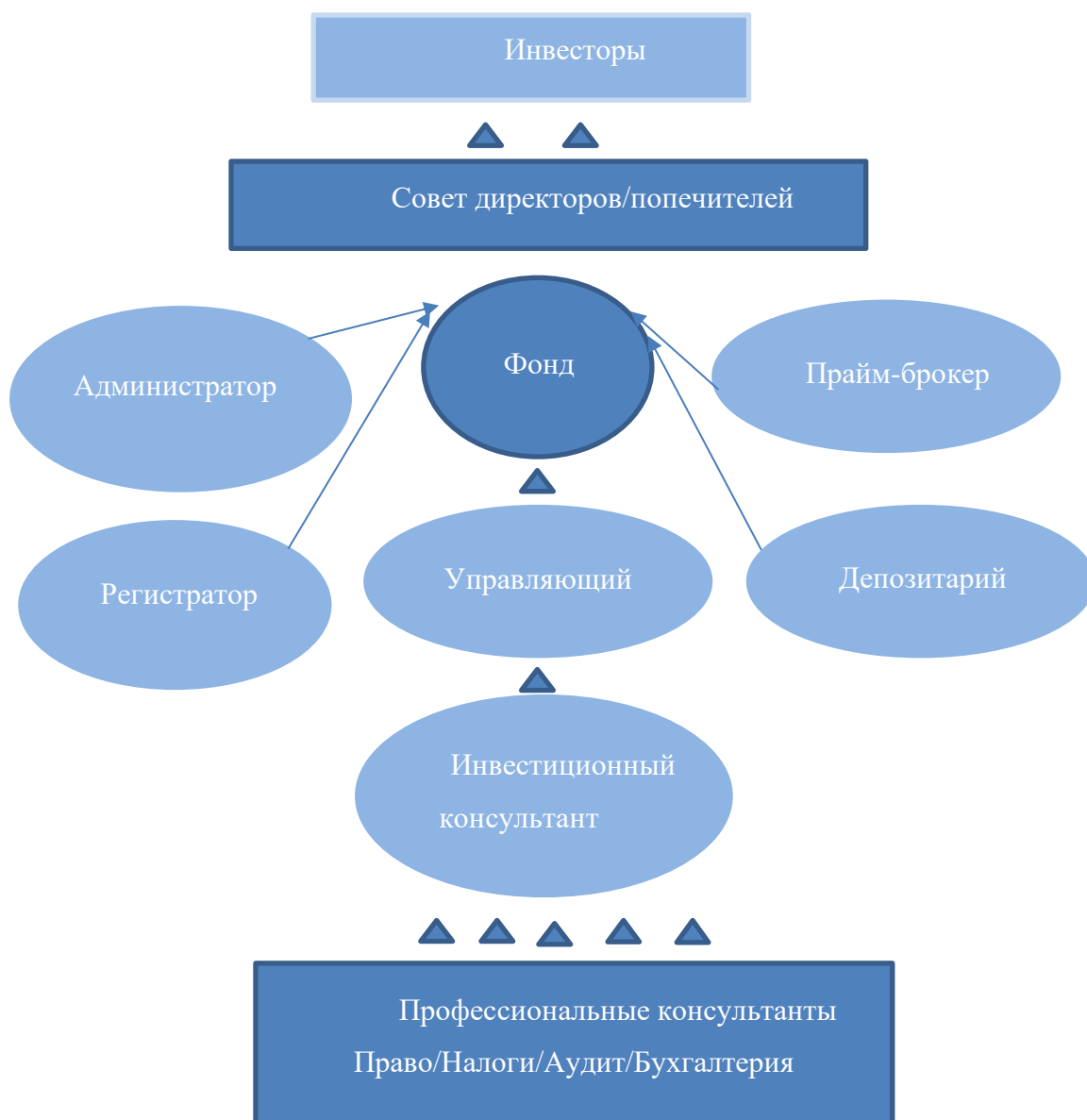
Таким образом, несмотря на отсутствие универсального определения, большинство рыночных игроков сходятся во мнении, что хедж-фонды обладают следующими характеристиками [Stowell, 2018]:

1. Практически полная гибкость в отношении инвестиций, включая как длинные, так и короткие позиции.
2. Возможность заимствования денег (и дальнейшего увеличения кредитного плеча с помощью производных финансовых инструментов) в целях повышения доходности.
3. Минимальное регулирование.
4. Ограниченная ликвидность: инвестор не может вернуть свои деньги в течение определенного периода (как правило, 1–2 года) и последующими ежеквартальными ограничениями выплат.
5. Инвесторы включают в себя только состоятельных (high net worth) людей и учреждения, такие как университетские фонды, пенсионные фонды и другие квалифицированные институциональные покупатели (за исключением фонда фондов, который доступен более широкому кругу инвесторов).
6. Вознаграждение менеджеров включает в себя плату за управление (management fee), так и вознаграждение за результат (performance fee). Типичная структура «2

на 20» представляет собой плата за управление в размере 2% от стоимости чистых активов фонда и вознаграждение за результат в размере 20% от увеличения стоимости чистых активов фонда.

### 1.3.2. Структура хедж-фонда

Большинство хедж-фондов организованы как **коммандитные товарищества** (товарищества с ограниченной ответственностью), которые состоят из генерального партнера (general partner) и партнеров-вкладчиков (limited partners), отношения между которыми регулируются соглашением о коммандитном товариществе (limited partnership agreement), согласованным и подписанным всеми участниками фонда. Как правило, генеральный партнер является инвестиционным менеджером, а партнеры-вкладчики инвесторами. Иногда по налоговым причинам, генеральный партнер назначает ассоциированную компанию в качестве инвестиционного менеджера. Генеральный партнер обязательно инвестирует собственные средства, которые являются стартовым капиталом (seed money), управляет операционной деятельностью и несет неограниченную ответственность за все долги и обязательства фонда. Чтобы снизить риски экономических потерь, генеральный партнер часто выступает в качестве общества с ограниченной ответственностью (limited liability company), регулируемым частным операционным соглашением (private operating agreement). Помимо управляющего в хедж-фонде задействовано множество внутренних и внешних поставщиков услуг, которые способствуют реализации инвестиционных стратегий. На рисунке 2 показаны типичные стороны, задействованные в управлении хедж-фондом. Управляющий фонда имеет власть над всеми функциями и определяет инвестиционные стратегии. В этом ему помогают инвестиционные и профессиональные консультанты, такие как юристы, специалисты по налогам и аудиту. Администратор оказывает административные и бухгалтерские услуги, в том числе по ведению учета, независимой оценке инвестиций и соблюдению требований к раскрытию информации. Регистратор или трансфертный агент обрабатывает подписки и изъятия, а также ведет реестр акционеров. Если человеческие ресурсы фонда ограничены, то управляющий фондом иногда может выполнять эти обязанности самостоятельно. Внешние прайм-брокеры, которыми могут быть инвестиционные компании или банки, часто осуществляют фактические механизмы финансирования и исполнения инвестиций. Депозитарий обеспечивает хранение финансовых активов инвесторов.



**Рис. 2.** Стороны, задействованные в управлении хедж-фондом  
Источник: PriceWaterhouseCoopers 2006. [The Regulation, Taxation and Distribution of Hedge Funds in Europe: Changes and Challenges, 2006 Hedge funds: structure, strategies, and performance, 2017]

### 1.3.3. Структура вознаграждения

За свою работу управляющий фондом получает ежегодную плату за управление в размере 1–4% (management fee) от чистой стоимости активов в управлении и вознаграждение по результатам (performance-incentive fee) в размере 10–50% от прибыли. Партнеры-вкладчики, будучи не вовлеченными в инвестиционные решения фонда и его деятельности, несут ограниченную ответственность в пределах вложенной суммы.

[Lhabitant, 2007; Lan, Wang, and Yang 2013; Hudson, 2014; Hedge funds: structure, strategies, and performance, 2017; Stowell, 2018]

В последние годы все реже используется типичная структура вознаграждения «2 на 20», берущая начало с фонда Альфреда Джонса. Особенно небольшие или новые фонды сокращают вознаграждение управляющим фонда. По данным Bloomberg и Eurokahedge, еще в 2007 году новые хедж-фонды платили генеральному партнеру вознаграждение «2 на 20», однако ежегодно размер премии за результат снижался и к 2015 году был в среднем равен 14% [Stowell, 2018]. Вознаграждение за результат мотивирует управляющих хедж-фондов проводить тщательные исследования, принимать разумные решения, инициировать продуманные инвестиционные действия, осторожно и мастерски управлять позициями. Хедж-фонд использует средства, полученные в качестве платы за управление, для покрытия операционных накладных расходов, оплаты поддержки вспомогательного персонала (back-office), технологий и инфраструктуры. Плата за управление может быть уменьшена, если инвестор соглашается не изымать инвестированный капитал в течение определенного периода времени (lock-up period). «Блокировка» инвестиций бывает как «жесткой» (hard lock-up), так и «мягкой» (soft lock-up). При «жесткой блокировке» инвесторы не могут изъять средства на протяжении фиксированного периода, а при «мягкой блокировке» возможность вернуть собственные вложения сохраняется, но только при оплате штрафа (redemption fee). Зачастую они комбинируются, например, инвестор не может изъять инвестиции в течение 12 или 18 месяцев, а по прошествии данного периода при снятии необходимо оплатить штраф. Инвесторам также предоставляется возможность в фиксированные даты (например, ежегодно или ежеквартально) забирать вложенные денежные средства (gates).

В качестве защитных механизмов инвестора выступают пороговая ставка (hurdle rate), «уровень полной воды» (high-water mark) и компенсация (clawback). Если механизм выплаты вознаграждения по результатам включает пороговую ставку, это означает, что хедж-фонд выплачивает вознаграждение только при годовой доходности выше заранее установленной. Как правило, в качестве пороговой ставки берется значение Лондонской межбанковской ставки предложения (LIBOR) или доходности казначейских векселей (T-bills). Большинство хедж-фондов используют не пороговую ставку, а «уровень полной воды». Счет кумулятивных убытков или «уровень полной воды» гарантирует, что управляющий фонда получит вознаграждение в текущем периоде, только если генерируется новая прибыль. Если же стоимость активов возвращается к доубыточному уровню, то вознаграждение не выплачивается. Базой для расчета вознаграждения по

результатам является стоимость активов, превышающая самую высокую стоимость чистых активов предыдущих периодов. Компенсации не применяются так же широко в хедж-фондах, как в фондах частных инвестиций. Однако, иногда в периоды убытков управляющие фондов могут возвращать инвесторам выплаченные вознаграждения по результатам [Frush, 2008; Hudson, 2014; Hedge funds: structure, strategies, and performance, 2017].

#### **1.3.4. Инвесторы хедж-фондов**

В настоящее время в хедж-фонды инвестируют только институциональные инвесторы и аккредитованные физические лица. До 1 февраля 2016 года главными критериями для аккредитации физических лиц являлись наличие или заработок определенной суммы денег. Чтобы стать аккредитованным инвестором нужно было иметь либо состояние в 1 миллион долларов, либо ежегодный доход как минимум 200 тысяч долларов (300 тысяч для совместного дохода с супругом) в течение последних 2 лет [Hedge funds: structure, strategies, and performance, 2017]. В 2016 году требования в США изменились. В настоящее время решение об аккредитации инвесторов основывается на совокупности следующих факторов: минимальное количество инвестиций, определенные профессиональные навыки, опыт инвестирования в бумаги, освобожденной продажи, сотрудники частных фондов; или же сдача экзамена аккредитованного инвестора. Такое расширенное определение аккредитованного инвестора значительно сокращает число потенциальных инвесторов хедж-фондов [Fair Investment Opportunities for Professional Experts Act, 2019].

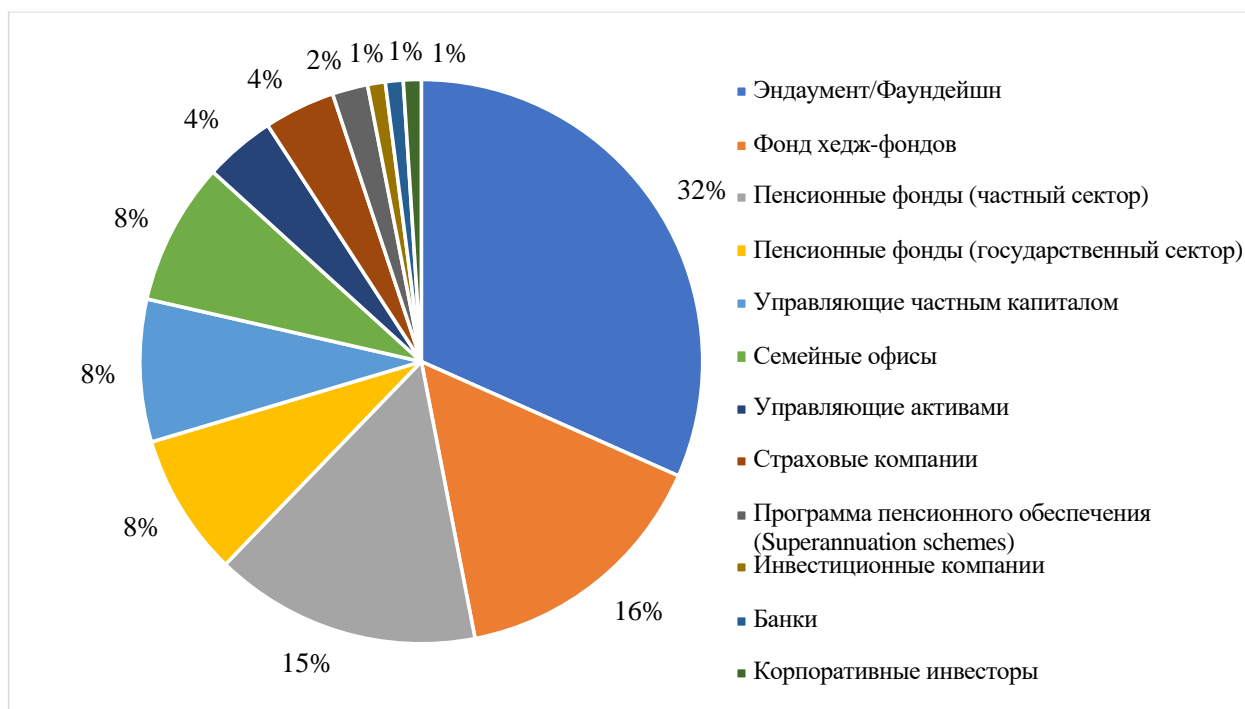
Во избежание регулирующего надзора со стороны государства в виде необходимости регистрации, согласно секции 3(c)1 Закона «Об инвестиционных компаниях» 1940 года, число аккредитованных инвесторов в американских не превышает 100 [Investment Company Act of 1940, 1940]. Чтобы воспользоваться преимуществами, которые дает секция 3(C)(7) Закона «Об инвестиционных компаниях» 1940 года, хедж-фонды в США предлагают свои услуги квалифицированным покупателям: лицам, которые обладают состоянием больше 5 миллионов долларов, и компаниям, у которых больше инвестировано как минимум 25 миллионов долларов, при этом их число в фонде может достигать 500 [Scaramucci, 2012].

Крупнейшими инвесторами хедж-фондов на 2017 год являются эндаумент (endowment) и фаундейшн<sup>3</sup> (foundation) фонды с долей в 31%, пенсионные фонды

---

<sup>3</sup> Фаундейшн – некоммерческая организация, деятельность которой направлена на благотворительность и осуществление пожертвований.

(государственные и частные) также активно инвестируют, их доля составила 23%. Структура инвесторов представлена на рисунке 3.



**Рис. 3.** Инвесторы хедж-фондов

Источник: blackrock.com [Stowell, 2018]

#### 1.4. Регулирование хедж-фондов

Правовая среда оказывает значительное влияние на деятельность хедж-фондов, а также на привлекательность рынков для инвесторов, тем самым определяет распределение инвестиций в финансовом секторе. Принимаемые нормы регулируют не только организационно-правовую и операционную структуру хедж-фондов, но и использование инструментов, а значит воздействуют на применяемые стратегии. Взаимодействие права и финансов в контексте хедж-фондов вызывает большой исследовательский интерес. Дуглас [Cumming et al., 2017] изучали влияние закона Додда-Франка на результаты деятельности, риски и денежные потоки хедж-фондов. [Brown et al., 2008] обнаружили, что регистрация хедж-фондов позволяет лучшим фондам сигнализировать инвесторам о своем качестве и что проблемные фонды могут быть лучше проверены инвесторами. [Hong, 2014] показал, что ограничения деятельности хедж-фондов играют значительную роль в объяснении ликвидности и риска.

Вводя ограничения, власти решают три основные проблемы: [Stowell, 2018, p.349]

1. Возможность обмана инвесторов хедж-фондами;
2. Использование инсайдерской информации хедж-фондами при трейдинге;



### 3. Дестабилизация финансовой системы и всей экономики хедж-фондами.

Законодательное регулирование хедж-фондов существенно различается в зависимости от страны. По этой причине отдельно рассматриваются особенности регулирования хедж-фондов в Европейском союзе, Великобритании, Китае, Гонконге, Сингапуре, а также США. Особый интерес для исследования представляют собой американские хедж-фонды, поэтому правовые нормы в США изучаются более детально.

#### 1.4.1. Регулирование хедж-фондов на международных рынках

Приняв директиву «Об Альтернативных управляющих инвестиционными фондами» 11 ноября 2010 года, Европейский союз впервые установил надзор над хедж-фондами и фондами прямых инвестиций. До вступления в силу данной директивы управление и рыночная активность альтернативных инвестиционных фондов не регулировались или регулировались только на национальном уровне. Основные положения директивы включают в себя обязательную регистрацию, лимиты на кредитное плечо, подробные требования к отчетности и раскрытию информации (включая компенсацию ключевым сотрудникам), а также рыночные принципы для фондов Европейского союза и за его пределами. Освобождение дается только управляющим небольшими фондами с портфелем не более 100 миллионов (левереджированные) или 500 миллионов евро (нелевереджированные). В 2011 году было создано Европейское управление по ценным бумагам и рынкам, ответственное за регулирование финансовых рынков Европейского союза. Согласно директиве «Об Альтернативных управляющих инвестиционными фондами», управляющих альтернативных инвестиционных фондов оценивают раз в четыре месяца на систематическое использование высокого уровня кредитного плеча. В результате регулирования осуществление коротких продаж осложнилось требованием большей прозрачности через раскрытие чистых коротких позиций по акциям, допущенным к торгам на регулируемом ЕС рынке. В отношении внебиржевых рынков хедж-фонды и другие участники обязаны осуществлять клиринг производных инструментов через признанного центрального контрагента. Помимо этого, была введена обязательная отчетность по каждой сделке с производными финансовыми инструментами, заключаемой всеми хедж-фондами, как способ повышения прозрачности рисков. Принятое нормативное регулирование влияет на то, как торгуют хедж-фонды и выбор того, где торговать, а также замедляют высокочастотную и чисто спекулятивную торговлю [Stowell, 2018].

Однако, несмотря на общие требования, подходы к регулированию в пределах одного экономического и политического объединения могут в некоторой степени различаться в зависимости от страны. Например, Франция тщательно контролирует

кредитное плечо и потенциальный сговор хедж-фондов и компаний, в то время как основное внимание Португалии направлено на производные инструменты.

Несмотря на то что базирующихся в Великобритании хедж-фондов не так много, Лондон является вторым крупнейшим международным центром среди управляющих хедж-фондов [McVea, 2018]. Управляющие фондов в Соединенном Королевстве, как и другие инвестиционные менеджеры, осуществляют свою деятельность в соответствии с законом «О финансовых услугах и рынках» 2000 года и подзаконным актом 2001 года «О видах регулируемой деятельности». Хедж-фонды обязаны иметь необходимые разрешения от Управления по финансовому регулированию и надзору. Согласно положениям закона «О коротких продажах», хедж-фонды должны отчитываться и раскрывать свои чистые короткие позиции по акциям Европейского союза и суверенному долгу Европейского Союза, проданным на торговых площадках Европейского Союза (выше определенных значений) [Koehl, 2016]. Хотя 31 января 2020 года Великобритания официально вышла из состава Европейского Союза, упомянутая ранее директива «Об Альтернативных управляющих инвестиционными фондами» не утратила своей силы. В настоящее время будущее Великобритании на едином рынке финансовых услуг не определено. В частности, остается неизвестным, смогут ли британские менеджеры фондов управлять фондами в Европейском союзе [Fagetan, 2021].

Хедж-фонды Китая делятся на поддерживаемые государством и частные. Стоит отметить, что частные фонды находятся на начальной стадии развития. Первый полностью частный фонд был одобрен правительством в 2011 году. Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая ограничивает короткие продажи 50 акциями из индекса Шанхайской и Шэньчжэньской бирж (CSI 300 Index). Брокеры не могут использовать акции клиентов для коротких продаж, поэтому стоимость такой стратегии составляет 10% годовых. Более того, управляющим хедж-фондов запрещено использовать кредитное плечо. Таким образом, рыночная среда в Китае не является привлекательной для управления хедж-фондом.

В Гонконге, одном из главных центров для хедж-фондов в Азии, деятельность хедж-фондов регулируется указом «О ценных бумагах и фьючерсах». Указ определяет несколько видов деятельности хедж-фондов, таких как торговля ценными бумагами, торговля иностранной валютой с привлечением заемных средств и торговля фьючерсными контрактами, и требует, чтобы управляющие хедж-фондов подавали заявки на получение лицензии, наиболее подходящей для их бизнеса. Кроме того, хедж-фонды получают рекомендации о лучших практиках в отчетности и раскрытии информации. Относительно

коротких позиций в Гонконге не действует правило всплытия (uptick rule), по которому разрешены только сделки по цене выше цены предыдущей сделки.

Сингапур, еще один из главных центров для хедж-фондов в Азии, принял новый регламент в 2010 году, который обязывает большие фонды (>250 миллионов долларов) регистрироваться в органах денежно-кредитного регулирования Сингапура. Хедж-фонды обязаны предоставлять ежеквартальные (неаудированные) и ежегодные (аудированные) отчеты инвесторам и органам денежно-кредитного регулирования Сингапура. Более того, управляющие хедж-фондом должны получить лицензию на предоставление услуг на рынке капитала (Capital Markets Services license) [Stowell, 2018].

#### **1.4.2. Регулирование хедж-фондов в США**

Соединенные Штаты Америки играют важную роль в индустрии хедж-фондов, законы, принятые в отношении хедж-фондов, влияют на множество финансовых институтов не только внутри страны, но и на международной арене.

Основными нормативными документами, регламентирующими деятельность хедж-фондов в США, являются законы «О ценных бумагах» 1933 года, «О торговле ценными бумагами» 1934 года, «Об инвестиционных компаниях» и «Об инвестиционных консультантах» 1940 года, а также закон Додда-Фрэнка 2010 года. Исторически хедж-фонды действовали в рамках исключений и освобождений законов «О ценных бумагах» 1933 года (публичное размещение акций не требуется), «О торговле ценными бумагами» 1934 года (хедж-фонды не являются публично торгуемыми компаниями), «Об инвестиционных компаниях» 1940 года (они не являются взаимными фондами) и до недавнего времени «Об инвестиционных консультантах» 1940 года (управляющие хедж-фондами не классифицируются как государственные инвестиционные консультанты) [Hedge funds: structure, strategies, and performance, 2017]. С принятием закона Додда-Фрэнка в 2010 году инвестиционная свобода хедж-фондов была значительно ограничена ввиду новых требований по регистрации и раскрытию частной информации для повышения прозрачности [Cumming et al., 2017].

В рамках новых правил Комиссия по ценным бумагам и биржам ввела спорные обязательства по отчетности, которые требуют раскрытия стратегий и продуктов, используемых инвестиционным консультантом и его фондами, результатов деятельности и изменений в этих результатах, финансовой информации, показателей рисков, контрагентов и кредитного риска, позиций, занимаемых инвестиционным консультантом, процента активов, торгуемых с использованием алгоритмов, а также процента собственного капитала и долга [Cumming et al., 2017]. Закон обязывает управляющего хедж-фонда

регистрироваться для повышения эффективности ведения учета и раскрытия информации. Теперь хедж-фонды, управляющие более чем 150 миллионами долларов, должны регистрироваться в качестве инвестиционных консультантов и раскрывать информацию о своих сделках и портфелях Комиссии по ценным бумагам и биржам. Более того, для хедж-фондов, ранее освобожденных от регистрации, Комиссией также устанавливаются правила регистрации и отчетности управляющих. Исследование Д. Камминга и др. показало, что закон Додда-Франка оказал наибольшее влияние на фонды, в управлении которых находятся более 150 миллионов. Значительно ухудшение результатов деятельности этих крупных хедж-фондов может быть объяснено затратами на соблюдение требований и раскрытие информации. По результатам эмпирического исследования, принятый закон наименее выгоден фондам, использующим стратегию парный трейдинг (long/short strategy), а также фондам с несколькими стратегиями [Cumming et al., 2017].

Хедж-фонды выдвигают определенные требования к инвесторам, о которых говорилось в разделе «Инвесторы хедж-фондов», для того чтобы попадать в исключения закона и использовать инвестиционные методы, которые запрещены зарегистрированным инвестиционным компаниям. Например, в отличие от хедж-фондов, зарегистрированные инвестиционные компании, такие как взаимные фонды, имеют право на короткие продажи, но должны покрывать любые открытые короткие позиции, откладывая наличные деньги или другие ликвидные ценные бумаги. Для ограничения коротких продаж Комиссия по ценным бумагам и хедж-фондам в 1938 года ввела правило всплытия (rule 10a-1). Альтернативное правило всплытия было принято в 2010 году, целью которого является ограничение коротких продаж от снижения цены акции, которая упала более чем на 10 процентов за один день по сравнению с ценой закрытия предыдущего дня. Хедж-фонды в отличие от взаимных фондов могут использовать деривативы, чтобы избежать маржинальных требований, и новаторские процедуры для снижения прямых затрат на короткие позиции. Появление хедж-фондов в качестве коротких продавцов можно рассматривать как позитивное явление, устраняющее некоторые рыночные завышения цен из-за высоких издержек коротких продаж [Hudson, 2014].

## **ГЛАВА 2. АКЦИОНЕРНЫЙ АКТИВИЗМ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ПОРТФЕЛЬНЫХ КОМПАНИЙ**

Целью исследования является изучение взаимосвязи между стратегией акционерного активизма хедж-фондов и результативностью портфельных компаний. Во второй главе вводится понятие акционерного активизма, приводится краткая история использования институциональными инвесторами данной стратегии и обзор исследований, посвященных акционерному активизму, а также рассматривается пример применения стратегии хедж-фондом. Далее раскрывается понятие результативности, анализируются различные показатели оценивания результативности, а затем приводится обзор академических исследований по теме взаимосвязи акционерного активизма хедж-фондов и результативности компаний.

### **2.1. Акционерный активизм**

Концептуально, под акционерным активизмом понимается «использование права собственности для активного влияния на политику и деятельность компании» [Sjostrom, 2008].

В начале XX-го века американские финансовые институты в лице страховых компаний, взаимных фондов и банков активно участвовали в корпоративном управлении. Однако, вскоре были приняты законы, которые на продолжительное время ограничили возможность их участия [Roe, 1990]. С начала 1940-х по конец 1970-х акционерными активистами были преимущественно индивидуальные инвесторы [Gillan, Starks, 2007]. С прекращением враждебных поглощений и ростом собственности в американских компаниях в конце 1980-х институциональные инвесторы вновь были вынуждены играть более активную роль в корпоративном управлении. Первыми проявили вовлеченность государственные пенсионные фонды, которые начали оказывать давление на руководство плохо управляемых или неэффективных компаний с целью изменения определенной политики корпоративного управления [Calenda et al., 2017].

Несмотря на то, что на протяжении последних 20 лет традиционные институциональные инвесторы в лице пенсионных взаимных фондов продолжают использовать стратегию активизма, их действия отличаются от активизма хедж-фондов. Они направлены скорее на изменения правил корпоративного управления, чем на конкретные аспекты бизнеса или управления компанией (такие как выкупы акций, спин-оффы, слияния или состав совета директоров). Основным отличием кампаний хедж-фондов является то, что вначале менеджерами определяется компания, которая получит выгоду от

акционерного активизма, а затем они инвестируют в нее. Пенсионные и взаимные фонды становятся активными, когда их портфельная компания показывает неудовлетворительные результаты [Rock, Kahan, 2015].

Более того результаты прошлых исследований [Black, 1998; Karpoff, 2001] дают основания полагать, что акционерный активизм институциональных инвесторов, в частности пенсионных фондов и фондов взаимных инвестиций, не приносил значительных выгод акционерам. [Brav et al., 2008] считают, что обратное утверждение применимо к хедж-фондам. По их мнению, хедж-фондам в отличие от традиционных инвесторов удастся влиять на совет директоров и менеджмент компании за счет разницы в организационной форме и структуре вознаграждения.

Рост активности хедж-фондов с середины 2000-х годов объясняется гибкостью фонда и небольшим числом инвесторов относительно других институциональных активистов. Еще одним фактором также является структура вознаграждения, а именно тесная связь между вознаграждением и результатами деятельности хедж-фонда [Brav et al., 2008].

### **2.1.1. Акционерный активизм хедж-фондов в США**

Поскольку объектом нашего исследования являются хедж-фонды США, необходимо изучить каким образом они реализуют стратегию акционерного активизма. Для этого обратимся к академической литературе. Стоит отметить, что тема акционерного активизма хедж-фондов США вызывает большой исследовательский интерес в академической среде по всему миру.

[Klein, Zur, 2006] в работе дают определение акционерному активизму хедж-фондов как **стратегии, в которой хедж-фонд приобретает 5% или более публично торгуемой компании с намерением влиять на ее политику**. Это обязывает хедж-фонд в течение 10 дней оставлять заявку в SEC в виде формы Schedule 13D, в которой необходимо передавать сведения о себе как о покупателе, компании-мишени, доли в компании и цели приобретения. Таким образом, рассматривая все заявки 13D за 2003–2005 гг., авторы выбирали для исследования только те, которые удовлетворяют следующим условиям:

1. приобретаемая компания является публично торгуемой;
2. покупка совершена хедж-фондом или управляющим хедж-фонда;
3. в цели заявлена активистская повестка, т. е. внесение изменений в управление компанией.

Под активистской повесткой [Klein, Zur, 2006] понимают включение своего представителя в совет директоров компании, противодействие существующему слиянию

или ликвидации фирмы, поиск стратегических альтернатив или замену генерального директора. Необходимо отметить, что авторы не включали в исследование кампании, где хедж-фонды мирно взаимодействовали с текущим менеджментом, и рассматривали только агрессивные и конфронтационные тактики. Главной целью активизма, по мнению авторов, является увеличение рыночной доходности акционеров за короткий срок. Акционерный активизм хедж-фондов может достичь этой цели двумя (не взаимоисключающими) способами:

1. Активисты могут изменять стратегическую политику компании путем перенаправления инвестиций, в том числе из менее производительных активов.
2. Активисты могут сокращать агентские издержки за счет увеличения дивидендов, увеличения долговой нагрузки или выкупа акций, снизив избыточные денежные запасы.

[Briggs, 2007] в рамках исследования за 2005–2006 гг. трактуют акционерный активизм хедж-фондов как любую фактическую или публично угрожаемую **борьбу за доверенность** или другую согласованную и прямую **попытку изменить фундаментальное стратегическое направление** платежеспособной корпорации, за исключением взаимного фонда. Кампании по повышению ценности акционеров были также включены в определение, в отличие от спонсорства акционерных резолюций по корпоративному управлению. Авторы проанализировали 52 случая акционерного активизма хедж-фондов.

В работе [Kahan, Rock, 2007] был рассмотрен активизм хедж-фондов двух видов: в корпоративном управлении (corporate governance activism) и в корпоративном контроле (corporate control activism). К первому относится влияние на стратегию бизнеса и управление корпорацией, которое может принимать различные формы: от публичного давления на портфельную компанию, включения в борьбу за доверенность с целью обеспечить место в совете директоров, до судебного процесса против текущих или прошлых менеджеров. Активизм в корпоративном управлении делят на три категории в зависимости от роли хедж-фонда. Во-первых, как акционеры потенциального приобретателя, хедж-фонды пытаются предотвратить завершение сделки (blocking acquirers). Во-вторых, как акционеры потенциальной компании-мишени, хедж-фонды пытаются заблокировать сделку или улучшить условия для ее акционеров (blocking targets). И наконец, хедж-фонды сами пытаются приобретать компании (making bids). Авторы утверждают, что хедж-фонды преследуют активизм как **стратегию получения прибыли**, т. е. скорее инвестируют в компании, чтобы стать активистами, чем реактивно

**действует из-за провальных инвестиций.** Более того, в работе было проведено сравнение активизма хедж-фондов и активизма традиционных институциональных инвесторов, а также рассмотрены проблемы, вызванные данной стратегией.

[Bratton, 2007] выделяет четыре способа, как хедж-фонды могут непосредственно влиять на увеличение доходности инвестиций:

1. продажа с премией компании-мишени другой компании (sale);
2. прямая продажа значимых активов компанией-мишенью или выделение подразделения в отдельную публично торгуемую компанию (спин офф) (unbundling);
3. выплата свободных денежных средств акционерам (cash payout);
4. изменение долгосрочного бизнес-плана компании (good assets, bad managers).

Таким образом, активистские хедж-фонды ищут четыре вещи в компаниях-мишенях: потенциальная продажа всей компании, потенциальная продажа ее части, свободные денежные средства и возможность снизить расходы.

[Brav et al., 2008] изучали 1059 случаев акционерного активизма хедж-фондов (882 уникальные компании-мишени, 236 фондов) в период с 2001 по 2006 гг. Как и [Klein, Zur, 2006] под акционерным активизмом авторы преимущественно понимали приобретение более 5% публично компании, во влиянии на управление которой они заинтересованы. Для сбора информации использовались заполненные формы Schedule 13D в течение 10 дней после покупки, где в цели не был указан арбитраж слияния или финансирование в критической ситуации. Учитывая тот факт, что для приобретения доли в 5% компании с большой капитализацией хедж-фонду требуется существенный капитал, следствием чего является смещение выборки в сторону малых компаний-мишеней, исследователи расширили понимание активизма для компаний, чья рыночная стоимость была больше 1 миллиарда долларов. В этом случае были рассмотрены также формы 13F, с помощью которых можно идентифицировать приобретение хедж-фондом 2–5% компании. Все случаи были разделены на семь групп в зависимости от тактики хедж-фонда, где тактики 4–7 относятся к враждебным:

1. на регулярной основе взаимодействует с советом директоров/менеджментом компании с целью увеличения ценности акционеров;
2. добивается представительства в совете директоров без борьбы за доверенность или конфронтации с текущим менеджментом/советом директоров;
3. делает формальные предложения акционерам или публично критикует компанию, требуя изменений;



4. угрожает вести борьбу за доверенность, чтобы получить представительство в совете директоров, или подать в суд на компанию за нарушение фидуциарной обязанности;
5. начинает борьбу за доверенности с целью замены совета директоров;
6. судится с компанией;
7. намеревается установить контроль над компанией, например, с помощью предложения о покупке акций по определенной цене (takeover bid).

Авторы выделили события в следующие категории исходя из заявленных целей:

1. общая недооценка/максимизация ценности акционеров;
2. структура капитала:
  - избыток денежных средств, недоиспользование финансового рычага, дивиденды/выкуп акций;
  - реструктуризация долга, выпуск акций, рекапитализация;
3. бизнес-стратегия:
  - операционная эффективность;
  - отсутствие фокуса, реструктуризация бизнеса и выделение организации (спин-офф);
4. продажа компании-мишени:
  - продажа компании или основных активов третьим лицам;
  - выкуп компании хедж-фондом и/или преобразование в частную;
5. управление
  - противодействие защитным механизмам компании от поглощений;
  - отстранение генерального директора, председателя правления;
  - независимость совета директоров и справедливое представление интересов;
  - большее раскрытие информации/потенциальное мошенничество;
  - избыточное вознаграждение менеджмента.

Данную методологию в дальнейшем использовали [Brav et al., 2015], расширив период исследования на 7 лет (1994–2007) и выборку до 2000 событий. Все случаи акционерного активизма были разделены на аналогичные [Brav et al., 2008] пять категорий в зависимости от задачи хедж-фонда. Позже такую же методологию использовали [Krishnan et al., 2016], когда изучали вторую волну активизма хедж-фондов за 2008–2014 гг. на примере 578 активистских хедж-фонда и 1003 событий. На данных, собранных [Brav et al.,

2015], построили эмпирическое исследование [Foroughi et al., 2019] о взаимосвязи степени защиты инвесторов и долгосрочной результативности активизма.

[Pearson, Altman, 2006] считают, что хедж-фонды будучи активистами требуют от портфельных компаний, как правило, следующих действий:

1. продать компанию, определенные активы или бизнес-подразделение;
2. увеличить дивиденды;
3. выкупить акции, чтобы увеличить их стоимость;
4. обеспечить представление в совете директоров;
5. провести изменения в корпоративном управлении.

[Bebchuk et al., 2015] для исследования разделили все случаи активизма на два типа: ограничивающие инвестиции (investment-limiting) и состязательные (adversarial). Событие считается ограничивающим инвестиции, если за ним следует изменение, которое прямо или косвенно сокращает объем ресурсов, доступный для долгосрочных инвестиций компании, а именно существенное сокращение капитальных вложений, увеличение кредитного плеча или выплат акционерам. Если тактики активистов являются открытым противостоянием, например, угроза или фактическая борьба за доверенности (proxy contests/ fights), судебные иски, враждебные поглощения (hostile takeovers), конфронтационные предложения акционеров и публичные кампании, то состязательный случай активизма. Авторы проанализировали 2040 событий в период с 1994 по 2007 год.

В работе [Allaire, Dauphin, 2015] предметом исследования является финансово-ориентированная форма активизма хедж-фондов. Авторы разделяют точку зрения [Nili, 2014] о множестве форм и оттенков активизма. Обычно институциональный активизм делят на «мягкий» [Rehbein et al, 2013], т. е. социально-значимый, ориентированный на решение проблем, и «жесткий», финансово-мотивированный активизм, практикуемый преимущественно хедж-фондами. Как и [Kahan, Rock, 2007], авторы считают, что для акционерного активизма хедж-фонды выбирают компании, где осуществление «маневренных мероприятий» приведет к повышению цены акций. В качестве периода исследования выбраны 2010–2011 гг., за который хедж-фонды осуществили 290 активистских компаний. Как и в [Brav et al., 2008; Brav et al., 2015] все активистские кампании были разделены на аналогичные группы в зависимости от тактики. В исследовании также использовалась близкая к [Brav et al., 2008] классификация по целям:

1. продажа компании/реструктуризация активов;
2. изменение структуры управления/состава совета директоров;
3. изменение политики выплат;

4. сокращение издержек;
5. несколько целей;
6. не раскрываемая или неясная;
7. другая

Таким образом, в качестве основных предметов исследования акционерного активизма хедж-фондов можно выделить:

**Таблица 2.** Основные предметы исследований в области стратегии акционерного активизма хедж-фондов

Предмет исследования	Исследование
1. Долгосрочное влияние акционерного активизма на:	
- финансовые результаты компании-мишени	[Klein, Zur, 2006; Clifford, 2008; Greenwood, Schor, 2009; deHaan et al., 2018; Burkart, Lee, 2020]
- социальную эффективность компании-мишени	[DesJardine, Durand, 2020]
- операционные результаты компаний-мишеней (производительность фирмы, распределение активов, последствия для рынка труда)	[Brav et al., 2015; deHaan et al., 2018]
- финансовые результаты хедж-фонда	[Bratton, 2007; Briggs, 2007]
2. Характеристики компаний-мишеней:	[Wynn, 2005; Klein, Zur, 2006; Brav et al., 2008; Coffee, Palia, 2014; Krishnan et al., 2016]
3. Тактики и цели акционерного активизма хедж-фондов	[Bratton, 2007; Brav et al., 2008; Brav et al., 2015; Allaire, Dauphin, 2015]
4. Близорукость активистов (activist myopia), краткосрочность (short-termism)	[Kahan, Rock, 2007; Bebchuk et al., 2015]
5. Влияние правового регулирования и политических рычагов	[Coffee, Palia, 2014; Fagetan, 2021]
6. Агентские издержки активизма	[Coffee, 2017]
7. Влияние кризиса на активизм хедж-фондов	[Cheffins, Armour, 2011]
8. Другое, например:	
взаимосвязь акционерного активизма хедж-фондов и стратегии поглощения и свертывания (acquisition, divestiture) портфельных компаний	[Feldman, Chen, 2018; Gantchev et al., 2019]

**Таблица 2.** Основные предметы исследований в области стратегии акционерного активизма хедж-фондов (продолжение)

<b>Предмет исследования</b>	<b>Исследование</b>
- мировые соглашения	[Bebchuk et al., 2019]
- ядовитые пилюли (poison pills)	[Bratton, 2016]
- волчьи стаи (wolf pack)	[Coffee, Palia, 2015; Brav et al., 2019]

Источник: составлено автором исследования

### **2.1.2. Акционерный активизм хедж-фонда на примере Trian и P&G**

Активистская компания Trian Fund Management в Procter&Gamble известна как «крупнейшая и самая дорогая борьба за доверенности» и «крупнейшая борьба за место в совете директоров». Рыночная капитализация компании Procter&Gamble на момент активных действий со стороны хедж-фонда составляла 225 миллиардов долларов. Будучи ключевым акционером, хедж-фонд владеет акциями Procter&Gamble, стоимостью 3,5 миллиарда долларов, что составляет примерно 1,56%. Объем активов под управлением Нельсона Пельтца (Nelson Peltz) <sup>4</sup> и Trian Fund Management составляет 13 миллиардов долларов. На счету хедж-фонда активистские кампании в DuPoint, Heinz, Family Dollar, Mondelez, PepsiCo, Sysco, General Electric.

История кампании берет начало в ноябре 2016 года, когда Trian инициировал инвестиции в Procter&Gamble, поскольку компания подходила по параметрам фонда: лидирующее положение в отрасли, асимметричное соотношение риска к доходности, высокая рыночная капитализация и значительные свободные денежные потоки [Portfolio: The Procter & Gamble Company, 2021]. По мнению инвесторов, Procter&Gamble обладает хорошей репутацией и имеет потенциал для развития. Вскоре Нельсон Пельтц стал высказывать опасения, что компания слишком медленно адаптируется к изменяющимся потребительским предпочтениям. Инвестор делает заявления в СМИ о проблемах в компании и необходимости изменений. В течение четырех месяцев хедж-фонд проводит множество конструктивных встреч и обсуждений с представителями P&G [Billionaire hedge fund manager Nelson Peltz calls P&G a ‘suffocating bureaucracy’, 2017].

После того как компания отклонила запрос Trian Fund Management добавить Пельтца в совет директоров, хедж-фонд выпускает документ о сборе доверенностей с целью избрать

---

<sup>4</sup> Нельсон Пельтц (Nelson Peltz) – партнер-учредитель и главный исполнительный директор многомиллиардного хедж-фонда Trian Fund Management.

его директором в совет директоров на ежегодном собрании акционеров. В сентябре 2017 года Trian обращается к акционерам в белой книге (White paper), где в качестве основных проблем компании приводит уменьшение доли рынка и низкий органический рост продаж. Более того, P&G уже в течение 19 лет не производит новых продуктов, отсутствуют прорывные инновации, а бюрократия и чрезмерные расходы создают серьезные препятствия для развития бизнеса. Несмотря на неудовлетворительные результаты, руководство получает высокое вознаграждение, а слабое корпоративное управление усугубляет текущие проблемы. Что касается доходности акционеров, то она составляет половину доходности в компаниях-аналогах за последние десять лет. В связи с ориентацией на краткосрочный результат, компания, по мнению хедж-фонда, не может устранить существующие проблемы. Согласно планам хедж-фонда, потерянная доля рынка будет возвращена посредством конструктивной совместной работы Нельсона Пельтца с советом директоров над подотчетностью и быстрому принятию решений, обеспечением действительного достижения плана производительности менеджментом, инновациями, развитием малых и средних местных брендов органически и через сделки слияния и поглощения, лидерством в цифровой среде, улучшением корпоративного управления (в том числе над компенсацией руководства по результатам). Trian заявляет, что не планирует заниматься дроблением бизнеса, заменой совета директоров или генерального исполнительного директора [Revitalize P&G Together, 2017].

17 октября 2017 года компания объявила о победе в борьбе за доверенности над хедж-фондом после того акционеры большинством голосов (с перевесом меньше, чем на 1%) отклонили кандидатуру Нельсона Пельтца в совет директоров. Однако, после пересчета голосов 16 ноября 2017 года выяснилось, что Пельтц вырвался вперед с разницей в 0,002%. В декабре 2017 года было объявлено, что Нельсона Пельтц присоединиться к совету директора. В марте 2018 года инвестор приступил к выполнению своих обязанностей.

За 2 года с момента, как представитель хедж-фонда получил представительство в органе управления, цена акций выросла практически на 50% [Nelson Peltz lauds relationship with P&G: 'We're getting along so well', 2019]. P&G частично прислушалась к рекомендации Trian по реструктуризации бизнеса, однако, сделала это не в три автономных бизнес-единицы, а в шесть бизнес-юнитов. Компания стала более конкурентоспособной, внедрив натуральные компоненты в несколько брендов, представив потребителям более доступные по цене бритвы, продающиеся напрямую, приобретая быстрорастущие бренды,

ориентированные на здоровье [Nelson Peltz sells \$120 million in Procter & Gamble stock, 2019].

## **2.2. Результативность компаний**

В зарубежной литературе относительно оценки результатов функционирования бизнеса авторами исследования используются термины *performance*, *effectiveness*, *efficiency*, *efficacy*, *productivity*. В русском языке чаще всего встречаются термины *результативность* и *эффективность*.

Согласно теории эффективности производства, под эффективностью понимается отношение результатов деятельности к затраченным ресурсам. В результативности фокус же направлен на степени достижения целей организации [Владимирова, Цавелев, 2016].

По мнению одного из самых влиятельных теоретиков менеджмента Питера Дракера (Peter Drucker), результативность (*effectiveness*) подразумевает «делать правильные вещи» (*doing the right things*), а эффективность (*efficiency*) — «делать вещи правильно» (*doing things rights*) [Кокинз, 2015].

Для обеспечения достижения поставленных целей и задач компаниями используются показатели оценивания результативности (*performance evaluation*) при оценке, контроле и улучшении процессов. Показатели результативности также применяются для сравнения между собой разных организаций, подразделений, команд. [Ghalayini, Noble, 1996]

Исследования результативности компаний обладают большой значимостью в области стратегического менеджмента. Ученые [Combs et al., 2005; Gentry, Shen, 2010] соглашаются, что результативность компаний является многомерной конструкцией, которая состоит из различных аспектов, например, таких как операционная эффективность (*operational effectiveness*), корпоративная репутация (*corporate reputation*), организационное выживание (*organizational survival*) [Richard et al., 2009]. [Venkatraman, N., Ramanujam, V., 1986] попытались сузить область измерения с помощью модели, состоящей из трех концентрических кругов, где внешний круг — организационная эффективность (*organizational effectiveness*), средний — операционная результативность (*operational performance*) и внутренний — финансовая результативность (*financial performance*). Организационная эффективность не подходит для практического применения, поскольку имеет слишком широкий охват. Операционная результативность представлена такими нефинансовыми индикаторами, как качество продукта, инновации. Финансовая результативность, являясь наиболее изученной областью, включает в себя показатели, связанные с экономическими результатами, такими как рост продаж, бухгалтерская прибыль и рыночная доходность [Barney, 2002].

[Santas, Brito, 2012] в своей статье определяют результативность бизнеса или компании как подмножество организационной эффективности, которое охватывает операционные и финансовые результаты.

Поскольку финансовая результативность является одной из главных целей компании [Otley, 1999], а также в большинстве академических работ [Clifford, 2008; Klein, Zur; 2009; Bebchuk et al., 2015; Becht et al., 2017] изучается влияние акционерного активизма именно на финансовые результаты портфельных компаний, было принято решение далее в работе рассматривать финансовую результативность.

Традиционно исследователи выделяют два подхода к оценке финансовой результативности: бухгалтерский (accounting-based) и рыночный (market-based). К бухгалтерскому подходу, обычно, относятся показатели рентабельности и прибыли, а к рыночному коэффициенту Тобина (q), рыночные доходности. [Combs et al., 2005; Gentry, Shen, 2010]. Некоторые ученые также считают, что бухгалтерский и рыночный подходы отражают интерес разных стейкхолдеров. Например, бухгалтерские показатели рассматривают результативность со стороны менеджера, который заинтересован в результатах компании в текущем периоде. Рыночные показатели, наоборот, отражают перспективу акционеров и потенциальных инвесторов, заинтересованных в долгосрочных результатах компании [Rowe, Morrow, 1999].

Пока большинство ученых разделяют точку зрения о дихотомии показателей финансовой результативности, [Dess, Robinson, 1984; Santos, Brito, 2012; Selvam et al., 2016] выделяют также субъективные меры (subjective measures). Они могут быть полезны в случае, если бухгалтерские и рыночные данные не доступны [Dess, Robinson, 1984]. Они являются предпочтительными при сравнении нескольких компаний, так как стандарты учета объективных показателей различаются в разных фирмах и отраслях. [Ketokivi, Schroeder, 2004] В качестве примера таких мер могут быть оценка результативности компании руководителями и аналитиками ценных бумаг, а также ежегодное исследование Fortune репутации компаний. [Cannella, Hambrick, 1993; Rowe, Morrow, 1999] Данный подход применяется преимущественно к непубличным компаниям. Поскольку объектами инвестиций хедж-фондов являются публично торгуемые компании, то остановимся на традиционном подходе.

### **2.2.1. Бухгалтерские показатели**

В данном подходе показатели основаны на информации, полученной из финансовых отчетностей. Традиционными бухгалтерскими показателями эффективности (результативности) являются рентабельность активов (Return on Assets — ROA),

рентабельность собственного капитала (Return on Equity — ROE), чистая прибыль (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization — EBITDA; Earnings Before Interest, Taxes — EBIT; Earnings Before Taxes — EBT), чистая прибыль на акцию (Earnings per Share — EPS) [Волков, 2005].

Бухгалтерские показатели напрямую зависят от распределения средств на различные проекты и выбора политики менеджерами. Таким образом, являются отражением внутренних возможностей принятия решений и эффективности управления, а не реакцию внешнего рынка на организационные (нерыночные) действия [Orlitzky et al., 2003].

Общим недостатком традиционных подходов к оценке результативности является то, что их максимизация не всегда отражает максимизацию доходности акционеров. Значения показателей могут быть увеличены за счет прибыли, однако рост прибыли не является достаточным условием для увеличения акционерной ценности [Волков, 2005; Costin, 2017]. [Du et al. 2018] утверждают, что ориентация на данные показатели для оценки результативности может быть ошибочной, так как они способны привести к перерасходу средств на капитальные проекты с более низкой доходностью из-за доступных кредитных средств.

#### **Рентабельность инвестиций - ROI (Return on investments)**

Рентабельность инвестиций (Return on Investments — ROI) является базовым показателем эффективности и деловой активности организации, и выражается отношением прибыли к инвестициям [Григорьева, 2017]:

$$ROI = \frac{\text{прибыль}}{\text{инвестиции}}. \quad (1)$$

[Jakobson, 1987] доказал обоснованность использования ROI в качестве меры результативности бизнеса. В настоящее время является одним из наиболее используемых традиционных показателей. [Richard et al., 2009] Недостатком, по мнению [Costin, 2017], является то, что ROI может быть максимизирована без учета стоимости инвестированного капитала. [Волков, 2005] считает, что показатели рентабельности не отражают создания стоимости. Кроме того, показатели рентабельности подвержены манипулированию [Roychowdhury, 2006]. Например, признание доходов на ранней стадии ведет к увеличению финансовой эффективности. Поэтому при обсуждении финансовой устойчивости следует брать в расчет и другие показатели финансовой деятельности, в частности движение денежных средств [DesJardin, Durand, 2020].



Выделяют две модификации ROI: рентабельность активов (Return on Assets — ROA) и рентабельность собственного капитала (Return on Equity — ROE). ROA и ROE выступают в качестве мер использования внутренних ресурсов [Orlitzky et al., 2003].

#### **Рентабельность активов (Return on Assets — ROA)**

В зависимости от подхода к определению активов организации могут быть получены следующие модификации показателя ROA: рентабельность совокупных активов (Return on Total Assets — ROTA), рентабельность чистых активов (Return on Net Assets — RONA) и рентабельность чистых операционных активов (Return on Net Operating Assets — RNOA). В общем виде показатель ROA выражается следующим образом:

$$ROA = \frac{\text{операционная прибыль}}{\text{активы}} \quad (2)$$

Среди показателей рентабельности для ROA характерна наибольшая корреляция с рыночным показателем (финансовым коэффициентом P/B) [Combs et al., 2005; Gentry, Shen, 2010].

Исследователи часто применяют данный показатель для оценивания результативности компаний при изучении активизма хедж-фондов, а также выявления связи между социальной эффективностью и финансовой результативностью [Brav et al., 2008; Bebchuk et al., 2015; DesJardine, Durand, 2020].

Однако, ROA имеет определенные недостатки в оценивании операционной результативности, так как не отражает каналов, лежащих в основе улучшения, а именно не может разграничить прибыль от производственной эффективности текущих активов и от той, которая обусловлена перераспределением капитала (изъятие неэффективных активов и переориентация) [Brav et al., 2013].

#### **Рентабельность собственного капитала (Return on Equity — ROE)**

ROE в отличие от ROA, являющейся мерой операционной эффективности, измеряет эффективность с точки зрения собственника. Формула рентабельности собственного капитала (ROE) в общем виде может быть представлена следующим образом [Волков, 2008]:

$$ROE = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{собственный капитал}} \quad (3)$$

Показатель ROE не учитывает увеличение кредитного плеча за счет привлечения дополнительного долга. В этом случае ROE может быть максимизирован за счет снижения или даже угрозы доходности акционеров из-за увеличения риска кредитного плеча [Costin, 2017].

## 2.2.2. Рыночные показатели

### Экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added — EVA)

Концепция экономической добавленной стоимости была разработана управленческой консалтинговой компанией Stern Value Management (ранее Stewart & Co.) в 1983 году в качестве способа оценки результативности организаций, выраженной в создании ценности для акционеров. В основе данной концепции лежат работы Мертона Г. Миллера (Merton H. Miller) и Франко Модильяни (Franco Modigliani). Основная идея EVA заключается в том, что инвесторы требуют доходность, компенсирующую использование капитала или эквивалент их альтернативных издержек, а также уровень принимаемого риска [Costin, 2017; Subedi, Farazmand, 2020].

Stern Value Management определяет EVA как **меру экономической прибыли**. Компании также принадлежит зарегистрированный товарный знак *EVA*®. Показатель рассчитывается как разность между чистой посленалоговой операционной прибылью и альтернативной стоимостью капитала. Стоимость капитала, в свою очередь, определяется как произведение средневзвешенной стоимости капитала и суммы инвестированного капитала. Формула расчета выглядит следующим образом:

$$EVA = NOPAT - cc = NOPAT - IC * WACC, \quad (4)$$

где NOPAT (Net Operating Profit After Tax) — чистая посленалоговая операционная прибыль, cc (opportunity Cost of Capital) — альтернативная стоимость капитала, IC (Invested Capital) — инвестированный капитал, WACC (Weighted Average Cost of Capital) — средневзвешенная стоимость капитала [Stern et al., 1996; Du et al, 2018].

В литературе также встречается следующая вариация:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC, \quad (5)$$

где ROIC (Return on Invested Capital) — рентабельность инвестированного капитала.

Экономическая добавленная стоимость имеет определенные преимущества перед другими показателями. Во-первых, при использовании традиционных показателей большинство компаний кажутся прибыльными, даже если на самом деле таковыми не являются. Учитывая стоимость капитала, EVA исправляет данную ошибку и отражает прибыль, полученную за каждый отчетный период. [Vasilescu, Popa, 2011, p. 3]. Во-вторых, EVA тесно связана с NPV (Net Present Value), поэтому ближе всего к теории корпоративных финансов, утверждающей, что стоимость фирмы возрастает при проектах с положительным NPV. В-третьих, топ-менеджеры ответственны только за то, что они способны контролировать и на что могут влиять своими решениями: доходность капитала и стоимость капитала, чего нельзя сказать про рыночную цену акции. Это следует из того,

что на рентабельность капитала оказывают воздействие все инвестиционные и дивидендные решения менеджеров, а на стоимость капитала финансовые решения. [Damodaran, 2005]. Учет всех затрат по ведению бизнеса (финансовых и операционных) отличает EVA от таких показателей результативности, как EPS, ROIC, EBITDA [Stern Value Management, 2021].

Более того, ранние эмпирические исследования определяют EVA как более мощный инструмент для объяснения рыночной оценки компании, чем такие традиционные бухгалтерские показатели, как EPS, рост EPS [Milunovich, Tseui, 1996] ROA, ROE, ROS [Lehn, Makhija, 1997]. [Chen, Dodd, 1997; Young et al., 2000] [Parvaei, Farhadi, 2013] провели сравнение объясняющей и прогнозирующей способности показателей EVA, чистой прибыли (NI), остаточной прибыли (RI), свободных денежных потоков (FCF) и пришли к выводу, что экономическая добавленная стоимость лучше других подходит для оценки результативности компании и менеджмента.

Однако, несмотря на достоинства концепции, существуют определенные недостатки и ограничения. Так, EVA не подходит для компаний, находящихся в экстенсивной фазе развития, результаты которой должны рассматриваться на долгосрочном горизонте. Это связано с тем, что EVA – инструмент оценивания краткосрочной результативности, так как при увеличении инвестиций в течение определенного периода значения могут показывать, что ценность для акционеров не создается. Еще одним недостатком экономической добавленной стоимости является подверженность инфляции, особенно в экономической среде, характеризующейся высокими значениями. В этом случае добавленная акционерная ценность должна быть скорректирована на ставку инфляции для получения реальных значений [Costin, 2017].

### **Коэффициент Тобина (q) (Tobin's Q)**

В 1968 году Джеймс Тобин (James Tobin) и Вильям Брэйнард (William C. Brainard) выдвинули гипотезу, что «рыночная стоимость акций по отношению к восстановительной стоимости физических активов, которые они представляют, является основным определяющим фактором инвестиций» [Brainard, Tobin, 1968]. Недооцененные компании, т. е. компании с низким q (от 0 до 1), являются привлекательными для корпоративных рейдеров и потенциальных покупателей. Интерес к компании приводит к увеличению цены акции, и следовательно, коэффициента q [Wang, 2014; Fen, P'ng, 2019; Barlett, Partnoy, 2020]. Коэффициент определяется соотношением рыночной стоимости компании к восстановительной стоимости ее активов:

$$Q = \frac{MV}{TA}, \quad (6)$$

где  $MV$  — рыночная стоимость компании,  $TA$  — восстановительная стоимость всех активов [CFA2020 Book3 Equity].

В статье «Коэффициент Тобина ( $q$ ) и промышленные организации» 1981 года Эрик Линденберг (Eric B. Lindenberg) и Стивен Росс (Stephen A. Ross) предложили использовать показатель не только для изучения уровня инвестиций, но и для оценки прибыльности компаний и их монопольной власти. Особенно важно, что они разработали подробную процедуру по расчету показателя и создали базу данных с оценками для крупных компаний. В дальнейшем их работа была использована как шаблон для оценки отдельных компаний [Lindenberg, Ross, 1981].

Принимая во внимание доступность точных данных и вычислительные затраты (применительно к восстановительной стоимости), [Chung, Pruitt, 1994] предложили аппроксимацию коэффициента  $q$ :

$$\text{Approximate } q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}, \quad (7)$$

где  $MVE$  — произведение цены акции компании и количества обыкновенных акций в обращении,  $PS$  — ликвидационная стоимость привилегированных акций компании в обращении,  $DEBT$  — балансовая стоимость долгосрочных обязательств и стоимость краткосрочных обязательств компании за вычетом краткосрочных активов, т. е. стоимость чистого долга,  $TA$  — балансовая стоимость всех активов компании [Chung, Pruitt, 1994].

В качестве коэффициента Тобина ( $q$ ) чаще всего используется простой  $q$  (Simple  $q$ ), предложенный Стивеном Капланом (Steven Kaplan) и Луиджи Зингалесом (Luigi Zingales) в 1997 году:

$$q = \frac{MVE + BVD - DT}{BVE + BVD}, \quad (8)$$

где  $MVE$  — рыночная стоимость собственного капитала (обыкновенных акций),  $BVE$  — балансовая стоимость собственного капитала,  $BVD$  — балансовая стоимость долга (все обязательства),  $DT$  — отложенные налоги, которые иногда не включаются в расчет [Kaplan, Zingales, 1997]. По своей сути такое представление является версией Market-to-Book Ratio.

Данный показатель в своих исследованиях для оценки результативности и ценности компаний используется при анализе таких тем, как акционерный активизм хедж-фондов, фидуциарные обязанности, ступенчатые советы директоров (staggered boards),

корпоративное управление [Bebchuk, 2005; Bebchuk et al., 2008; Bebchuk et al., 2015; Cremers et al., 2015; Bebchuk et al., 2019; Vaidya, 2019; Ramić, 2019; DesJardine, Durand, 2020].

Однако некоторые исследователи выражают противоположную точку зрения. Теоретический и эмпирический анализ [Dybvig, Warachka, 2015] демонстрирует, что коэффициент Тобина ( $q$ ) не измеряет результативность компании, поскольку недоинвестирование увеличивает коэффициент, а не уменьшает его. [Barlett, Partnoy, 2020] придерживаются мнения, что ученые совершают фундаментальную ошибку при использовании балансовой стоимости активов компании, так как для некоторых наиболее важных активов бухгалтеры не регистрируют балансовую стоимость.

### **Market-to-Book ratio (MBV)**

Показатель Market-to-Book (Price-to-Book) активно используется в исследованиях в корпоративном управлении. Отношение рыночной капитализации компании к балансовой стоимости (Market-to-Book ratio) измеряет, во сколько раз рыночная капитализация компании превосходит акционерный капитал [Saenz, 2005].

$$MBV = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Equity}}, \quad (9)$$

где *Market Value of Equity* — рыночная стоимость собственного капитала (обыкновенных акций), *Book Value of Equity* — балансовая стоимость собственного капитала. Балансовая стоимость собственного капитала измеряется как разность между балансовой стоимостью активов и балансовой стоимостью обязательств.

Положительный аспект, состоит в том, что MBV включает в себе как исторический бухгалтерский, так и прогнозный рыночный показатель результативности. По этой причине в качестве показателя результативности компании его используют исследователи в своих работах [Chakravarthy, 1986; Lee, Makhija, 2009; Surroca, Tribo, Waddock, 2010].

Следует отметить, что показатель все же имеет определенные ограничения. Поскольку балансовая стоимость представляет собой бухгалтерскую величину, то показателю характерны вытекающие из этого недостатки. Согласно [IFAC, 1998], с одной стороны, ожидания инвесторов относительно способности компании генерировать прибыль в будущем зависит еще и от общего развития экономической ситуации, политической устойчивости. Однако, балансовая стоимость компании не отражает даже ценность материальных ресурсов. Некоторые основные средства могут оцениваться по исторической стоимости, которая существенно меньше текущей рыночной стоимости. К тому же, в целях уменьшить налогооблагаемую базу компании применяют амортизационные политики, которые искажают балансовую стоимость основных средств.

[Damodaran, 2012] также говорит о проблемах измерения данного показателя. Во-первых, балансовая стоимость собственного капитала в США обновляется нечасто — раз в квартал. Некоторые аналитики могут использовать текущую балансовую стоимость, а есть те, кто использует среднюю величину за прошлый год или же на конец последнего финансового года.

### **Совокупный доходность акционеров (Total Shareholder Return — TSR)**

Данный показатель отражает созданную ценность компании для акционеров. Он состоит из двух частей: прироста капитала и дивидендов [Черемушкин, 2008]:

$$TSR = \frac{Price_1 - Price_0 + Dividends}{Price_0} * 100\%, \quad (9)$$

где  $Price_1$  — цена акции на конец периода,  $Price_0$  — цена акции на начало периода,  $Dividends$  – дивиденды, выплаченные за период.

Поскольку показатель TSR включает рыночную стоимость акции, то его использование возможно только для торгуемых на рынке компаний. Что касается частных компаний, то применяется показатель совокупной доходности бизнеса (Total Business Return) [Волков, 2005].

Достоинством показателя является широкое использование среди инвесторов для сравнения результативности различных компаний и принятия инвестиционных решений, поскольку показатель отражает общую отдачу от инвестиций в компанию с учетом реинвестирования дивидендов. TSR отличает простота расчета и доступность информации. TSR играет важную роль в решении агентской проблемы, поскольку в определенной степени согласовывает интересы менеджмента и акционеров. Консалтинговая компания Boston Consulting Group (BCG) активно использует данный показатель для оценки результативности компаний, о чем свидетельствуют рейтинги и отчеты компании. Более того, в большинстве публичных компаний TSR служит основной метрикой в долгосрочных планах вознаграждения [When Total Shareholder Return Isn't the Answer, 2015]. Недостатком данного показателя является отражение ожиданий инвесторов относительно будущего компании, а не реальной операционной и финансовой результативности. Более того, совокупная акционерная доходность на краткосрочном горизонте может быть увеличена за счет роста дивидендов в ущерб досрочному развитию компании.

### **2.3. Акционерный активизм и результативность портфельных компаний**

Исследования, изучающие взаимосвязь результативности компаний и случаев акционерного активизма, не дают однозначных результатов. В академических кругах

существуют несколько противоречивых точек зрения о характере влияния активизма на портфельные компании, а также результаты эмпирических исследований, подтверждающих эти гипотезы. Например, сторонники активизма считают, что такие кампании приводят к лучшим результатам компании и выгодам акционеров, в то время как оппоненты утверждают о вреде активизма, часто обвиняя хедж-фонды в нацеленности на краткосрочный результат и ориентации на финансовый инжиниринг [Hedge fund activists set for comeback, 2009]. Рассмотрим исследования по данной теме, а именно основные идеи и выводы.

В исследовании, охватывающем активизм хедж-фондов в период с 2001 по 2006 гг., [Brav et al., 2008] утверждают, что рыночная стоимость компании увеличивается в краткосрочном периоде после активистской кампании. Ученые сообщают о средней месячной сверх доходности равной 5,1%. Результаты других эмпирических исследований [Clifford, 2008; Klein, Zur; 2009; Greenwood, Schor, 2009; Bebchuk et al., 2015; Becht et al., 2017] также свидетельствуют об увеличении ценности для акционеров в краткосрочном периоде. [Klein, Zur; 2009] оценивают сверхдоходность на 36-ти дневном периоде, связанным с датой подачи заявки 13D. Её значение для 134 компаний-мишеней равно 5,7%.

Выборка наблюдений в [Boyson, Mooradian, 2011] охватывала период с 1994–2005 гг. и состояла из 418 событий. Портфельные компании в исследовании характеризовались значительными свободными денежными средствами, низкой рыночной результативностью и незначительными возможностями для роста (низкие значения MBV и коэффициента Тобина  $q$ ), но высокой операционной результативностью (высокая рентабельность активов). Результаты исследования показывают, что акционерный активизм хедж-фонд значительно улучшает краткосрочную и долгосрочную результативность таргетируемых компаний по сравнению с нетаргетируемыми. В среднем, через год после инвестиции хедж-фонда ROA портфельной компании увеличивается на 7,7% в случае мирной формы и на 24,7% - для агрессивного активизма. Хедж-фондам удается снижать агентские издержки, связанные со свободными денежными потоками. Самое главное, что хедж-фонды оказывают дисциплинирующее воздействие на менеджмент портфельных компаний за счет изменений в корпоративном управлении.

[DesJardine, Durand, 2020] изучали влияние активизма хедж-фонда на финансовую результативность и социальную эффективность компании. Исследуя данные о 1234 кампаниях хедж-фондов с 2000 по 2016 гг., ученые обнаружили 3 направления влияния на портфельные компании:

1. немедленное, но краткосрочное увеличение рыночной ценности и доходности и немедленное долгосрочное снижение операционного денежного потока;
2. уменьшение числа работников, операционных расходов, расходов на НИОКР и капитальных затрат;
3. снижение социальной эффективности.

[deHaan et al., 2018] не находят подтверждения гипотезы о том, что стратегия акционерного активизма хедж-фондов приводит к долгосрочным выгодам для акционера, но также не могут утверждать о его вреде. [Bebchuk, 2013], наоборот, приводит данные о том, что активизм хедж-фондов приводит к улучшению операционных показателей и прибыли, и утверждает, что опасения по поводу близоруких активистов не оправданы.

Таким образом, большинство существующих исследований изучали акционерный активизм хедж-фондов на краткосрочном горизонте, а на долгосрочном преимущественно ограничивались годом после инвестиции. Кроме того, исследователи рассматривали именно анонсированные активистские кампании, которые, как правило, идентифицировались через форму SC 13D. Однако, они не разделяли понятия анонсирования стратегии и ее реализации хедж-фондом. Поскольку не все хедж-фонды после инвестиции реализовали стратегию активизма, необходимо в дальнейшем эмпирическом исследовании дифференцировать такие кампании. Ограничения прошлых исследований и отсутствие однозначных результатов о влиянии стратегии акционерного активизма хедж-фондов на результативность портфельных компаний послужили мотивами для проведения данного исследовательской работы.



## ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

В данной главе описывается эмпирическое исследование по выявлению взаимосвязи стратегии акционерного активизма хедж-фондов и результативности портфельных компаний. В первую очередь в главе формулируются гипотезы исследования, приводится методология, используемая для тестирования гипотез. Далее следует описание формирования выборки, на которой тестируются выдвинутые гипотезы, а также приводится описательная статистика переменных модели, результаты эконометрического анализа и дается их интерпретация. В заключении главы делаются выводы и даются практические рекомендации.

### 3.1. Формулирование гипотез исследования

Существующие исследования изучают влияние стратегии акционерного активизма на результативность портфельных компаний на разном временном периоде. В исследованиях [Boyson, Mooradian, 2011; Bebchuk et al., 2013, 2015; DesJardine, Durand, 2020] доказывается, что результативность портфельных компаний через год после приобретение доли активистским хедж-фондом в среднем выше, чем в предшествующем году. Гипотеза, в основе которой лежат названные исследования, сформулирована следующим образом:

*H1: Результативность компаний через 1 год после приобретения доли хедж-фондом в среднем выше, чем результативность компаний в год приобретения доли хедж-фондом.*

Несмотря на то, что хедж-фонды часто рассматриваются как краткосрочные инвесторы, в среднем они проявляют активизм в портфельных компаниях более, чем в течение двух лет после осуществления инвестиции. [Boyson, Mooradian, 2011, Bebchuk et al., 2013] также утверждают о том, что активизм хедж-фондов значительно улучшает долгосрочную результативность портфельной компании. Для рассмотрения результативности компаний на горизонте, превышающем 1 год, гипотезы H2 и H3 были сформулированы следующим образом:

*H2: Результативность компаний через 2 года после приобретения доли хедж-фондом в среднем выше, чем результативность компаний в год приобретения доли хедж-фондом.*

*H3: Результативность компаний через 3 года после приобретения доли хедж-фондом в среднем выше, чем результативность компаний в год приобретения хедж-фондом.*

Как уже было рассмотрено ранее в Главе 2, центральную роль в дебатах относительно акционерного активизма занимает утверждение о «близоруких активистах» [Bebchuk et al., 2013; DesJardine, Bansal, 2019]. В его основе лежит идея о том, что активизм хедж-фондов нацелен на получение выгод в краткосрочном горизонте в ущерб долгосрочной результативности компании. В соответствии с данной идеей была сформулирована следующая гипотеза:

*Н4: Результативность компаний через 3 года после приобретения доли хедж-фондом в среднем ниже, чем результативность компаний через 1 год после приобретения доли хедж-фондом.*

Отдельный исследовательский интерес вызывают факторы, влияющие на результативность портфельных компаний, в которых хедж-фонды осуществляли стратегию акционерного активизма. Взаимосвязь структуры собственности и результативности компаний изучается в ряде исследований, однако результаты не всегда однозначны. Интерес для изучения вызывают такие показатели структуры собственности, как собственность инсайдеров, а также собственность институциональных инвесторов. Инсайдерская собственность характеризует степень отделения контроля от собственности.

[Bebchuk et al., 2019] предполагают, что доля инсайдерской собственности обратно взаимосвязана с вероятностью победы активистского хедж-фонда в спорном голосовании и успешной реализации стратегии акционерного активизма. Чем выше доля инсайдерской собственности, тем больше шансов у инсайдеров выиграть потенциальную борьбу за доверенности, а значит не реализовать предложения активистов. Кроме того, [Coffee, 2017] утверждает о том, что в настоящее время институциональные инвесторы и активистские хедж-фонды преследуют совершенно разные цели. Поэтому первые начинают возражать при включении активистов в процесс принятия решений. Вероятность того, что интересы крупных институциональных собственников и хедж-фондов идеально совпадают достаточно мала, что приводит к новым агентским издержкам. Можно предположить, что большая доля инсайдерской, а также институциональной собственности свидетельствует о больших препятствиях для реализации стратегии акционерного активизма для хедж-фонда, и сформулировать следующую гипотезу:

*Н5: Рентабельность активов компаний, в которых приобретает долю активистский хедж-фонд, зависит от величины доли инсайдерской и институциональной собственности.*

Хедж-фонд может сталкиваться с трудностями при реализации стратегии акционерного активизма, если среди крупных собственников присутствует другой

активистский хедж-фонд. Например, хедж-фонды добиваются представительства в совете директоров, однако поскольку количество мест ограничено, активисты вынуждены противостоять друг другу. Исследователи [Gaspar et al., 2005; Chen et al., 2007; Dertien et al., 2012] утверждают о том, что высокий процент краткосрочных инвесторов ведет к ослаблению механизмов мониторинга, что повышает агентские издержки, и [Bernard, Thomas, 1990; Guthrie, Sokolowsky, 2010] сообщают об их предпочтении краткосрочной прибыли в ущерб долгосрочной результативности компании. Как правило, благодаря обязательной подотчетности финансовому регулятору, возможность идентифицировать собственников компании появляется, когда они приобретают больше 5% акций компании. Поэтому в данном случае под собственниками понимаются владельцы более 5% акций компании. Для того чтобы ответить на вопрос: «Существует ли взаимосвязь между результативностью портфельной компании и присутствием среди собственников других активистских хедж-фондов?», была сформулирована следующая гипотеза:

*Н6: Рентабельность активов компании, в которой приобретает долю активистский хедж-фонд, зависит от того, присутствует ли среди значимых держателей акций компании другой активистский хедж-фонд.*

В ходе изучения стратегии акционерного активизма и анализа литературы мы определили активистскую собственность как владение долей компании активистским хедж-фондом с намерением влиять на контроль или управление компанией. При анализе величины доли хедж-фонда мы сфокусируемся на результатах, вызванных фактом владения, а не определенными тактиками, целями или другими характеристиками активизма хедж-фонда. Исследование [Coffee, Palia, 2016] свидетельствует о том, что угрозы, которая создается активистским хедж-фондом, владеющим долей в компании, достаточно, чтобы привести к значительным изменениям в портфельной компании. Как отмечают [Bebchuk et al., 2019], величина доли определяет возможность акционера выиграть в спорном голосовании и провести необходимые корпоративные изменения. Чем больше доля хедж-фонда, тем выше у него шанс на получение голосов других акционеров, а значит и на успешную реализацию стратегии акционерного активизма. Кроме того, большая доля стимулирует акционера увеличивать ценность компании, а также дает сигналы об уверенности акционера в ее повышении. Основываясь на этом, была сформулирована следующая гипотеза:

*Н7: Рентабельность активов портфельных компаний зависит от величины доли, которую приобретает хедж-фонд – активист.*

Хедж-фондам, инвестирующим в компании, не всегда удается реализовать запланированную стратегию акционерного активизма. Вопреки заявленной цели инвестиция может так и остаться пассивной, а стратегия нереализованной. В данной работе понимается, что стратегия будет реализована в случае, если в результате деятельности хедж-фонда за рассматриваемый период происходит одно из следующих изменений:

1. Изменение структуры собственности компании:

- изменение дивидендных выплат;
- выкуп акций;
- выпуск ценных бумаг;
- реструктуризация долга;
- рекапитализация.

2. Изменение стратегии управления:

- осуществление сделок по слиянию и поглощению или их изменение условий;
- реструктуризация бизнеса и спин-офф;

3. Изменения в корпоративном управлении:

- избрание представителей в совет директоров;
- уменьшение/увеличение числа директоров в совете;
- смена генерального директора или председателя совета директоров;
- уменьшение избыточного вознаграждения руководителей;

Для того чтобы рассмотреть вопрос: «Зависит ли результативность портфельных компаний от факта реализации стратегии акционерного активизма хедж-фондом?», формулируется следующая гипотеза:

*Н8: Рентабельность активов компании, в которой хедж-фонд реализует стратегию акционерного активизма, через 3 года в среднем выше, чем рентабельность активов компании, в которой хедж-фонд не реализует данную стратегию.*

Помимо взаимосвязи результативности компании и реализации стратегии акционерного активизма, исследовательский интерес представляет вопрос: «Зависит ли результативность компании от конкретного изменения, которое происходит в рамках реализации стратегии акционерного активизма?». С целью выявить наиболее результативные для портфельной компании изменения, формулируется данная гипотеза:

*Н9: Существуют различия в рентабельности активов между портфельными компаниями, в которых происходило изменение в рамках стратегии акционерного активизма, и компаниями, в которых рассматриваемого изменения не происходило.*

При реализации стратегии акционерного активизма хедж-фонд применяет различные тактики для достижения поставленных целей. В основе классификации лежит работа [Brav, 2008]. Все действия хедж-фондов в рамках стратегии акционерного активизма можно разделить на следующие группы:

1. регулярная коммуникация с советом директоров/менеджментом в письменной и устной форме;
2. представительство в совете директоров без конфронтации с текущим менеджментом/советом директоров (например, соглашения);
3. внесение формальных предложений акционерам или публичная критика компании;
4. угроза ведения борьбы за доверенности или судебной тяжбы;
5. борьба за доверенность с целью добиться представительства в совете директоров;
6. судебные иски;
7. предложения о покупке акций компании по определенной цене.

Для того чтобы проанализировать характеристики активистских кампаний хедж-фондов, была сформулирована следующая гипотеза:

*H10: Рентабельность активов компании, в которую инвестирует хедж-фонд – активист, зависит от применяемой тактики.*

### **3.2. Методология исследования**

Для тестирования гипотез H1-H4 используется тест о равенстве средних для зависимых выборок показателей финансовой результативности портфельных компаний за год  $t$ , когда хедж-фонд осуществил инвестицию, а также за  $t+1$ ,  $t+2$ ,  $t+3$  после приобретения доли хедж-фондом. Финансовая результативность измеряется с помощью бухгалтерского показателя в виде рентабельности активов (ROA) и рыночного в виде отношения Market-to-Book (MBV). Анализ литературы показал, что рентабельность активов и коэффициент Тобина  $q$  и Market-to-Book наиболее часто используются в теме корпоративного управления, а также, в частности, в теме акционерного активизма хедж-фондов. Решение использовать два показателя объясняется тем, что результаты упомянутых выше исследований различаются в зависимости от используемых показателей.

Для ответа на вопрос о наличии и характере взаимосвязи стратегии акционерного активизма хедж-фондов и результативности портфельных компаний в рамках эконометрического исследования используется линейная регрессионная модель. Общий вид эконометрической модели исследования выглядит следующим образом:

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 Base + \beta_1 Target + \beta_3 Activism + \varepsilon \quad (8)$$

где в качестве зависимой переменной выбрана переменная *Performance* — рентабельность активов компании *i* в период  $t + 3$ , где  $i = 1, 2, \dots, N$ ;  $t$  — год приобретения доли хедж-фондом; в качестве независимых переменных выбраны векторы *Base*, *Target* и *Activism*;  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$  — неизвестные параметры;  $\varepsilon$  — случайная составляющая, характеризующая не учтенные в модели факторы. Для  $\varepsilon$  предполагается выполнение условий Гаусса–Маркова. Переменные, составляющие вектор *Base*, выступают характеристиками портфельных компаний и лежат в основе базовой регрессионной модели. Переменные, составляющие вектор *Target*, выступают дополнительными характеристиками портфельных компаний. Переменные, составляющие вектор *Activism* характеризуют стратегию акционерного активизма хедж-фонда. Вектор *Base* составляют такие переменные, как *ROA<sub>t</sub>* — рентабельность активов компании в год инвестиции хедж-фонда; *ln(Sales)* — размер компании; *FinLeverage* — финансовая структура капитала компании в год инвестиции хедж-фонда; *Sector* — вектор бинарных переменных, характеризующий принадлежность компании к сектору экономики. Состав переменных вектора *Target* следующий: *InsiderOwnership* — доля инсайдерской собственности в компании в год инвестиции хедж-фонда; *InstitutionalOwnership* — доля институциональной собственности в компании в год инвестиции хедж-фонда; *ActivistHedgeFund* — бинарная переменная, характеризующая присутствие другого активистского хедж-фонда среди крупных акционеров компании. Вектор *Activism* состоит из таких переменные, как *Share* — доля хедж-фонда, инвестирующего в компанию; *Implementation* — бинарная переменная, характеризующая реализацию стратегии акционерного активизма хедж-фондом; *Activity* — группа бинарных переменных, отражающих изменения, происходящие в ходе реализации стратегии хедж-фондом; *Tactic* — группа бинарных переменных, характеризующих тактику, используемую хедж-фондом для достижения заявленных целей.

В таблице 3 представлены используемые в модели переменные и их описание.

**Таблица 3.** Описание переменных регрессионной модели

Переменная	Описание
<b>Зависимая переменная <i>Performance</i></b>	
ROA <sub>t+3</sub>	Рентабельность активов — показатель результативности портфельной компании. $ROA_{t+3} = \frac{OI}{TA}$

**Таблица 3.** Описание переменных регрессионной модели (продолжение)

Переменная	Описание
	где $OI$ — операционная прибыль компании через 3 года после инвестиции хедж-фонда; $\overline{TA}$ — среднегодовая балансовая стоимость совокупных активов компании через 3 года после инвестиции хедж-фонда.
<b>Независимые переменные</b>	
<b>Составляющие вектора Base</b>	
ROA_t	Рентабельность активов за отчетный год, когда хедж-фонд приобретает долю компании. $ROA_t = \frac{OI}{\overline{TA}},$ где $OI$ — операционная прибыль компании в год приобретения доли хедж-фондом; $\overline{TA}$ — среднегодовая балансовая стоимость совокупных активов компании за год приобретения доли хедж-фондом.
ln(Sales)	Размер компании, представленный в виде натурального логарифма выручки за отчетный год, когда хедж-фонд приобретает долю компании.
FinLeverage	Финансовый рычаг компании в году, когда хедж-фонд приобретает долю компании: $\frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}}.$
Sector	Группа бинарных переменных: 1. <i>healthcare</i> , равная 1, если компания из сектора здравоохранения и равная 0, если компания из другого сектора 2. <i>energy</i> , равная 1, если компания из сектора энергетики и равная 0, если компания из другого сектора 3. <i>IT</i> , равная 1, если компания из сектора информационных технологий и равная 0, если компания из другого сектора 4. <i>financials</i> , равная 1, если компания из финансового сектора и равная 0, если компания из другого сектора 5. <i>communication</i> , равная 1, если компания из сектора коммуникационных услуг равная 0, если компания из другого сектора

**Таблица 3.** Описание переменных регрессионной модели (продолжение)

Переменная	Описание
	<p>6. <i>consumerdiscretionary</i>, равная 1, если компания из сектора товаров выборочного спроса и равная 0, если компания из другого сектора</p> <p>7. <i>consumerstaples</i>, равная 1, если компания из сектора товаров повседневного спроса и равная 0, если компания из другого сектора</p> <p>8. <i>materials</i>, равная 1, если компания из сектора материалов и равная 0, если компания из другого сектора</p> <p>9. <i>industrials</i>, равная 1, если компания из промышленного сектора и равная 0, если компания из другого сектора</p> <p>10. <i>utilities</i>, равная 1, если компания из сектора коммунальных услуг и равная 0, если компания из другого сектора</p> <p>11. <i>realestate</i>, равная 1, если компания из сектора недвижимости и равная 0, если компания из другого сектора</p>
<b>Составляющие вектора Target</b>	
Insider Ownership	Доля инсайдерской <sup>5</sup> собственности в компании.
Institutional Ownership	Доля институциональной собственности в компании.
Activist Hedge Fund	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1 в случае, если среди крупных акционеров на момент приобретения доли хедж-фондом присутствует другой активистский хедж-фонд, то есть другой фонд зарегистрировал форму 13D.
<b>Составляющие вектора Activism</b>	
Share	Доля хедж-фонда, который осуществляет инвестицию в компанию.
Implementation	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1 в случае, если стратегия акционерного активизма реализуется хедж-фондом.
Activity	<p>Группа бинарных переменных, характеризующая изменение, которое происходит в результате реализации стратегии акционерного активизма:</p> <p>1. Activity1, принимающая значение, равное 1 в случае, если происходит изменение структуры капитала компании.</p>

<sup>5</sup> Под инсайдерами понимаются исполнительные должностные лица, члены совета директоров.



**Таблица 3.** Описание переменных регрессионной модели (продолжение)

Переменная	Описание
	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Activity2, принимающая значение, равное 1 в случае, если происходит изменение бизнес-стратегии.</li> <li>2. Activity3, принимающая значение, равное 1 в случае, если происходит изменение корпоративного управления.</li> </ol>
Tactic	<p>Группа бинарных переменных, характеризующая тактику, которую использует хедж-фонд для реализации стратегии акционерного активизма:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Tactic1, принимающая значение, равное 1 в случае, если хедж-фонд осуществляет регулярную коммуникацию с советом директоров/менеджментом в письменной и устной форме.</li> <li>2. Tactic2, принимающая значение, равное 1 в случае, если хедж-фонд добивается представительства в совете директоров без конфронтации с текущим менеджментом/советом директоров (например, через соглашения).</li> <li>3. Tactic3, принимающая значение, равное 1 в случае, если хедж-фонд вносит формальные предложения акционерам или публично критикует компанию.</li> <li>4. Tactic4, принимающая значение, равное 1 в случае, если хедж-фонд угрожает борьбой за доверенности или судебной тяжбы.</li> <li>5. Tactic5, принимающая значение, равное 1 в случае, если хедж-фонд начинает борьбу за доверенность с целью добиться представительства в совете директоров.</li> <li>6. Tactic6, принимающая значение, равное 1 в случае, если хедж-фонд судится с компанией.</li> <li>7. Tactic7, принимающая значение, равное 1 в случае, если хедж-фонд делает предложения о покупке акций компании по определенной цене.</li> </ol>

Источник: Составлено автором исследования

### **3.3. Формирование выборки и описательная статистика переменных**

Выборка состоит из сделок, в ходе которых американские хедж-фонды приобретали долю американских публичных компаний. На данный момент отсутствует единая

централизованная база данных по активистским кампаниям хедж-фондов. Поэтому для данного эмпирического исследования выборка формировалась следующим образом.

По закону «О торговле ценными бумагами» 1934 года (секция 13(d)) хедж-фонд обязан заполнить форму SC (Schedule) 13D, в которой должен изложить основные сведения об организации-покупателе, приобретаемой компании, величине доли, а также цели приобретения. В течение 10 дней заполненная форма подается в SEC и размещается на портале EDGAR<sup>6</sup>. Стоит отметить о том, что такая заявка заполняется только, если приобретаемая доля публичной компании превышает 5% и хедж-фонд намеревается влиять на корпоративное управление и контроль. Хедж-фонд обязан докладывать в SEC о существенном изменении доли (на 1%) в форме SC 13D/A. Пассивные институциональные инвесторы, то есть те, которые приобретают более 5% акций, но не планируют влиять на корпоративное управление, должны подавать в SEC форму SC 13G. Если же в последствии инвестор захочет проявить активность, то ему необходимо заявить об этом, заполнив форму SC 13D. Именно заполнение формы SC 13D служило индикатором акционерного активизма хедж-фондов, рассмотренного в [Klein, Zur, 2006; Brav et al., 2008; Bebchuk et al., 2015; deNaan et al., 2018, Foroughi et al., 2019].

Период исследования: с 01.01.2009 до 31.12.2016. Данный горизонт был выбран неслучайно: большинство значимых исследований базировались на данных до 2007 года. Однако, более 60% всех активистских кампаний произошли после 2007 года. [Krishnan et al., 2016] выделяют и отдельно изучают вторую волну акционерного активизма (с 2008 года), поскольку наблюдаются значимые различия между основными характеристиками активистских компаний.

Первоначально поиск осуществлялся в базе данных ZEPHYR Bureau van Dijk, были применены следующие условия:

1. Деятельность покупателя: хедж-фонд.
2. Страновая принадлежность покупателя и приобретаемой компании: США.
3. Приобретаемая компания: публичная.
4. Временной период: с 01.01.2009 до 31.12.2016.
5. Величина приобретаемой доли: не менее 5%.
6. Статус сделки: завершена.

---

<sup>6</sup> EDGAR – это электронная система сбора, анализа и поиска данных, являющаяся основной системой для компаний и других лиц, представляющих документы в соответствии с Законом о ценных бумагах 1933 года, Законом о фондовой бирже 1934 года, Законом о трастовых договорах 1939 года и Законом об инвестиционных компаниях 1940 года.

Данным условиям соответствовали только 291 сделки, что было оценено мной как недостаточное количество для проведения дальнейшего исследования с использованием эконометрических инструментов, так как это дальнейший сбор информации о финансовых показателях, тактике, изменениях в компании, приведет к существенному уменьшению выборки.

Таким образом, было принято решение обратиться к первоисточнику, т. е. открытой базе данных EDGAR, где публикуется вся информация о сделках. Однако, у системы отсутствует возможность фильтрации по типу заявителя, а количество поданных в SEC форм SC 13D превышает 26000. Анализ литературы показал, что большинство исследователей использовали платные сервисы или закрытые базы данных, а также вручную собирали информацию о сделках, где доля не превышала 5%, из средств массовой информации. Именно так осуществлял сбор данных Алон Брав, профессор финансов бизнес-школы Фукуа Дьюкского университета, основным исследовательским фокусом которого в последние 20 лет является акционерный активизм хедж-фондов. Его исследования были опубликованы в таких изданиях, как *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Review of Financial Studies*, *Financial Analysts Journal*, and *Columbia Law Review*, часть из которых была освещена ранее при раскрытии темы акционерного активизма хедж-фондов в США [10]. На данных, собранных Алоном Бравом, другие исследователи также тестировали свои гипотезы. [deNaan et al., 2018, Foroughi et al., 2019] Алон Брав любезно предоставил выборку активистских кампаний хедж-фондов, которую он собирал более 15 лет. Данные состояли из следующей информации: название активистского хедж-фонда, название приобретаемой компании, дата заполнения формы SC 13D (для сделок с долей, превышающей 5%) или первое упоминание в СМИ (для сделок с долей, не превышающей 5%).

Процесс сбора данных, состоящий из трех этапов, описан в [Brav et al., 2008; Bebchuk et al., 2015]. Первоначально данные по формам SC 13D были получены из коммерческой базы данных LiveEdgar, где возможна фильтрация по типу заявителя. Отличить хедж-фонд от не хедж-фонда удавалось с помощью информации, доступной в интернете, или личного подтверждения организации. Далее благодаря наличию в SC 13D информации о цели транзакции (Item 4), из выборки были исключены такие события, где целью хедж-фонда является:

- реорганизация, банкротство или финансирование проблемных компаний;

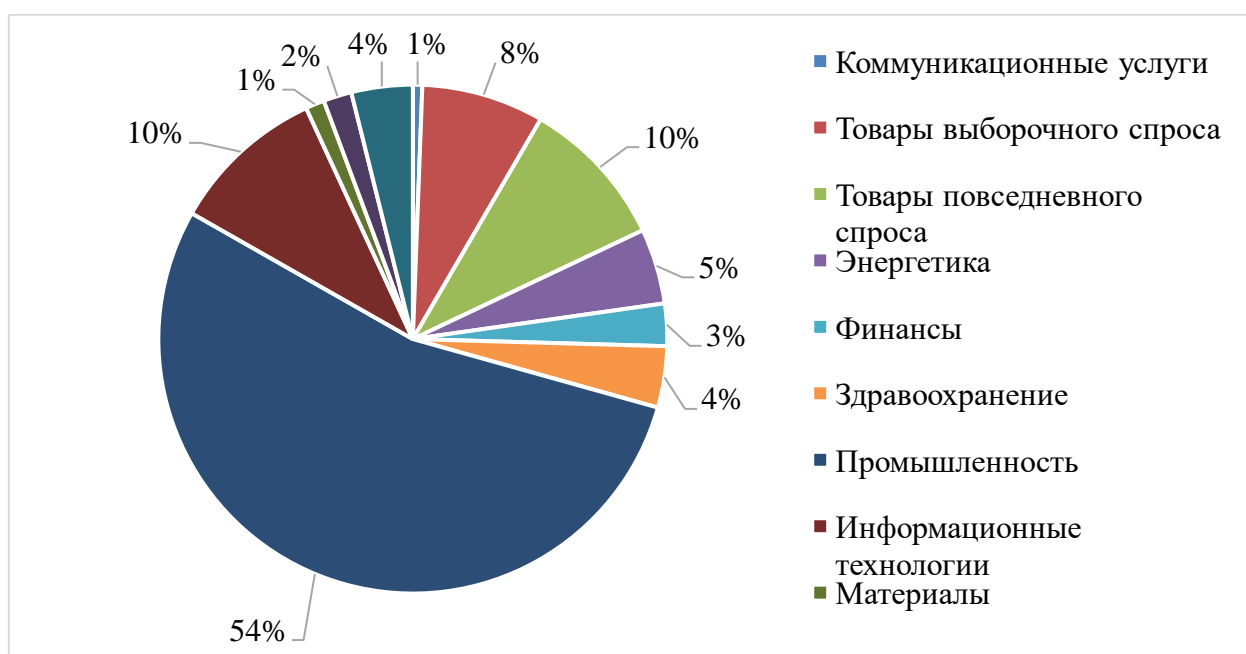
- участие в сделках слияний и поглощений, связанных с риск-арбитражем, находясь в длинной позиции в акциях компании-мишени и короткой позиции в акциях компании-приобретателя;
- участие в целевой компании, которая является закрытым инвестиционным фондом или не является акционерным обществом типа «С» (non-regular corporation).

Фильтры 1 и 2 применяются, поскольку мотив и последствия такого акционерного активизма имеют существенные отличия от акционерного активизма, который был рассмотрен ранее. Пример цели, которую хедж-фонд указывает в форме SC 13D можно увидеть в приложении 1. Что касается типа организации, то основным интересом исследования является акционерный активизм в корпорациях с неограниченным числом акционеров (regular corporation). Затем каждая активистская кампания проверялась с помощью поиска новостей на сервисе Dow Jones Factiva.

Финальным шагом был проведен сбор информации в интернете о кампаниях, где хедж-фонд приобретал менее 5%. Основываясь не только на данных из SC 13D, можно допустить смещение выборки в сторону компаний меньшего размера, поскольку для приобретения 5% доли компании со средней (mid-cap) и большой капитализаций (large-cap) требуется значительный размер капитала. Например, фонд Карла Икана вступал в борьбу за доверенности и добивался представительства в Совете директоров в eBay, Tim Warner, Yahoo! без заполнения формы SC 13D, так как его доля не превышала 5% [Goodwin, 2015].

На данном этапе количество наблюдений, удовлетворявших критериям, составило 1266. Для изучения взаимосвязи между результативностью портфельных компаний и стратегией акционерного активизма хедж-фондом были взяты следующие показатели: рентабельность активов (ROA), рентабельность собственного капитала (ROE), аппроксимация коэффициента Тобина  $q$  в виде мультипликатора Market-to-Book. Значения показателей результативности портфельных компаний за 4 года (на момент приобретения и через 1,2,3 года после приобретения), показатель размера компании (выручка), а также отраслевая принадлежность были получены из базы данных Refinitiv Eikon. Для изучения взаимосвязи результативности портфельных компаний и отдельных факторов, таких как величина доли, приобретаемой хедж-фондом, доля инсайдерской собственности и присутствие других активистских хедж-фондов, информация собиралась преимущественно

из форм SC 13D, 10-K<sup>7</sup>, DEF 14A<sup>8</sup>. Форма DEF 14A содержит раздел с информацией о бенефициарах компании, именно оттуда собиралась информация о доле инсайдеров и присутствии других активистских хедж-фондов среди акционеров. Более того, информация о действиях хедж-фонда собиралась преимущественно из данной формы. Пример отражения активных действий хедж-фонда в форме DEF 14A представлен в приложении 2. Отсутствие данных по финансовым показателям некоторых компаний за период исследования привело к тому, что выборка активистский компаний сузилась до 334 наблюдений. Портфельные компании, входящие в выборку, можно разделить на 17 групп по отраслевому признаку. Для агрегирования все компании были распределены в 11 групп исходя из сектора экономики в соответствии с Глобальным стандартом классификации отраслей (ГСКО)<sup>9</sup>. На рисунке 4 представлено распределение портфельных компаний в выборке по отраслевым секторам экономики.



**Рис. 4.** Распределение портфельных компаний в выборке по секторам экономики

Источник: составлено автором исследования

В 54% случаев активистские хедж-фонды инвестировали в компании промышленного сектора экономики, к которому относятся организации таких отраслевых групп, как средства производства, коммерческие и профессиональные услуги и транспорт.

<sup>7</sup> 10-K – годовой отчет о финансовых и операционных результатах.

<sup>8</sup> DEF 14A (Definitive Proxy Statement) – документ к общему собранию акционеров для голосования по доверенности, в котором раскрываются подробности о бенефициарах компании.

<sup>9</sup> Глобальный стандарт классификации отраслей (ГСКО) – классификация отраслей, разработанная MSCI и Standard & Poor's.

Компании секторов потребительских товаров выборочного и повседневного спроса, а также информационных технологий составили 28% выборки: 8%, 10% и 10%, соответственно. Согласно распределению меньше всего активистских инвесторов привлекает сектор коммуникационных услуг и материалов (по 1% каждый). В рассматриваемом периоде среди отраслей лидируют производственные компании, коммерческие услуги и IT-компании, что частично совпадает с 1994 по 2005 гг., где чаще всего среди компаний-мишеней были представлены такие отрасли, как коммерческие услуги, депозитарные институты и электрическое/электронное оборудование [Boyson, Mooradian, 2011].

В таблице 4 представлены средние значения показателей ROA и MBV.

**Таблица 4.** Средние значения показателей ROA и MBV

	t	t + 1	t + 2	t+3
ROA, %	-0,540	0,538	0,762	1,458
MBV	2,766	-6,757	-13,758	-9,787

Источник: составлено автором исследования

Сравним значения показателей портфельных компаний, в которых хедж-фондам удастся реализовать стратегию акционерного активизма, и где стратегия остается нереализованной. В таблице 5 представлены средние значения показателей рентабельности активов, выручки, финансовой структуры капитала, величины инсайдерской и институциональной собственности, величины доли хедж-фонда, присутствие среди акционеров других активистских хедж-фондов на момент инвестиции, а также t-статистика для проведения теста на равенство средних значений.

**Таблица 5.** Средние значения показателей для компаний в зависимости от реализации стратегии акционерного активизма

Средние значения показателей	Компании, где стратегия реализована	Компании, где стратегия не реализована	t-статистика
ROA_t	3,866	0,965	-3,091
Sales	1 612 135 000	1 300 911 000	-1,351
FinLeverage	0,569	0,512	-0,756
InsiderOwnership, %	9,115	13,665	3,117
InstitutionalOwnership, %	25,025	27,783	1,545
Share, %	6,334	6,690	0,98
ActivistHedgeFund	0,222	0,265	0,882

Источник: составлено автором исследования с использованием пакета инструментов Stata

По результатам теста на равенство средних можно сделать следующие выводы о наблюдаемых различиях. Для рентабельности активов компаний наблюдается значимое различие в средних в зависимости от реализации стратегии акционерного активизма на 1%-ом уровне значимости. Для выручки компаний наблюдается значимое различие в средних на 10%-ом уровне значимости, причем выручка компаний, в которых хедж-фонд реализовал стратегию акционерного активизма, в среднем выше, чем компаний, в которых хедж-фонд ее не реализовал. Для инсайдерской и институциональной собственности различия в средних значениях наблюдаются на 1%-ом и 10%-ом уровне значимости, соответственно, причем в доля инсайдерской и институциональной собственности компаний, в которых хедж-фонд не реализовал стратегию, в среднем выше, чем в компаниях, где стратегия была реализована. Для финансовой структуры капитала, доли собственности хедж-фонда, а также присутствия других активистских хедж-фондов значимых различий в средних в зависимости от реализации стратегии не наблюдается.

В таблице 6 приведена описательная статистика переменных, используемых в эконометрической модели.

**Таблица 6.** Описательная статистика переменных

<b>Переменная</b>	<b>Среднее значение</b>	<b>Стандартное отклонение</b>	<b>Минимум</b>	<b>Максимум</b>
ROA_t +3	0,032	0,071	-0,227	0,238
Share	0,068	0,043	0,005	0,4355
ROA_t	0,004	0,161	-1,157	0,506
Sales	1 595 623 000	2 056 359 000	3 092 000	8 843 189 000
ActivistHedgeFund	0,251	-	0	1
FinLeverage	0,562	0,648	0	2,934
InstitutionalOwnership	0,261	0,159	0	0,731
InsiderOwnership	0,108	0,128	0	0,7
Sector				
Healthcare	0,039	-	0	1
Energy	0,048	-	0	1
IT	0,100	-	0	1
Financials	0,029	-	0	1
Communication	0,006	-	0	1
ConsumerDiscretionary	0,077	-	0	1

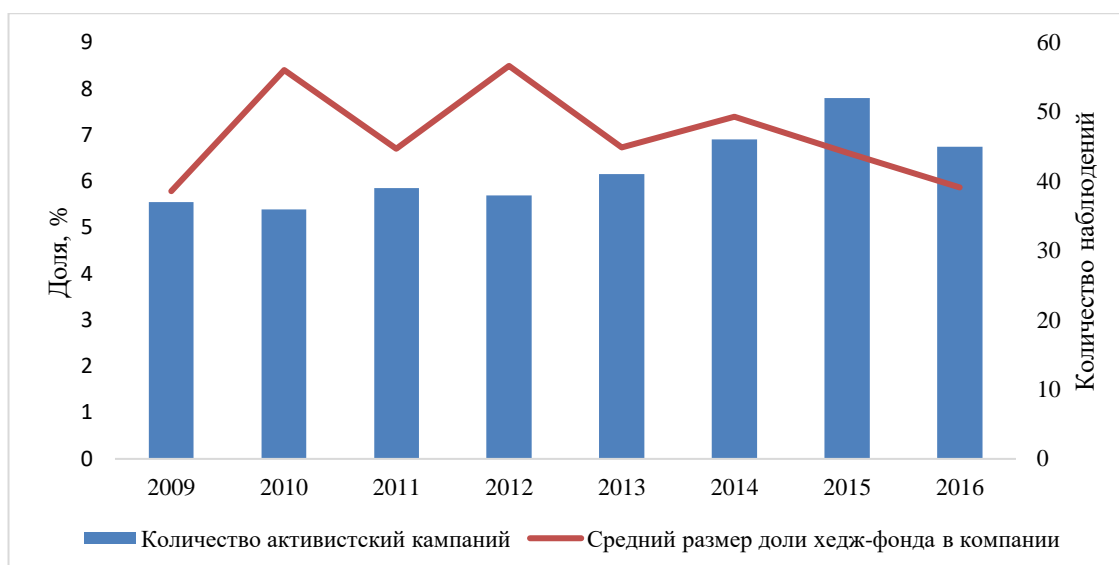
**Таблица 6. Описательная статистика переменных (продолжение)**

<b>Переменная</b>	<b>Среднее значение</b>	<b>Стандартное отклонение</b>	<b>Минимум</b>	<b>Максимум</b>
ConsumerStaples	0,097	-	0	1
Materials	0,013	-	0	1
Utilities	0,039	-	0	1
RealEstate	0,013	-	0	1
Industrials	0,539	-	0	1
Implementation <sub>t</sub>	0,616	-	0	1
<b>Activity</b>				
Activity1	0,184	-	0	1
Activity2	0,113	-	0	1
Activity3	0,519	-	0	1
<b>Tactic</b>				
Tactic1	0,397	-	0	1
Tactic2	0,245	-	0	1
Tactic3	0,042	-	0	1
Tactic4	0,042	-	0	1
Tactic5	0,077	-	0	1
Tactic6	0,032	-	0	1
Tactic7	0,013	-	0	1

Источник: составлено автором исследования с использованием пакета инструментов Stata

Распределение активистских кампаний в выборке по годам представлено на рисунке 5. В рассматриваемой выборке наиболее активными хедж-фонды были в 2015 году, а 2010 год наименее представлен в выборке, что в целом соответствует динамике акционерного активизма хедж-фондов в США, представленной в [DesJardine, Durand, 2020]. В США в 2014–2016 гг. наблюдалось значительное увеличение числа сделок активистов.





**Рис. 5.** Распределение активистских кампаний и величины доли хедж-фонда в компании по годам

Источник: составлено автором исследования

Средняя доля, которую приобретал хедж-фонд для осуществления стратегии акционерного активизма, в выборке равняется 6,8%, что сопоставимо с прошлыми исследованиями. Например, [Boyson, Mooradian, 2011] сообщают, что в среднем активисты приобретают 8,83% акций, а в исследовании [Bebchuk et al, 2013] доля хедж-фондов принимает значение 6,3%, что совпадает и с данными [Klein, Zur, 2006]. Невозможно говорить о едином тренде увеличения или уменьшения величины доли на протяжении рассматриваемого периода, о чем свидетельствует представленный выше график на рисунке 5.

В среднем объем выручки портфельных компаний в выборке равен \$1 595 млн, а рентабельность активов в год, когда хедж-фонд осуществляет инвестицию, 0,4%. В выборку [Boyson, Mooradian, 2011] входят компании со средним объемом выручки \$342 млн и рентабельностью активов -4,29%. В исследовании [Bebchuk et al, 2015] среднее значение ROA в год приобретения доли хедж-фондом составляет 2,6%.

В 25% портфельных компаниях выборки среди акционеров уже был хотя бы один другой активистский хедж-фонд в период, когда рассматриваемый хедж-фонд инвестировал в данную компанию. Стратегия акционерного активизма была реализована в 61,6% наблюдений. В 18,4% всех портфельных компаний произошли изменения структуры капитала, 11,3% - бизнес-стратегии, а в 51,9% - корпоративного управления. Наиболее популярной тактикой, которую использовали хедж-фонды, является регулярная

коммуникация с советом директоров/менеджментом (39,7%). Реже всего хедж-фонды делали компаниям предложения о покупке (1,3%).

### 3.4. Результаты эконометрического анализа

Первоначально было проведен тест на равенство средних рентабельности активов портфельных компаний для периода  $t$  и  $t+1$ , результаты которого представлены в таблице 7. Для рентабельности активов компании за год, в котором осуществлена инвестиция, и через год после приобретения доли хедж-фондом наблюдается значимое различие в средних значениях (на 10%-ом уровне значимости), причем рентабельность активов через год в среднем выше, чем рентабельность за год, в котором приобретена доля хедж-фондом. Для рыночного показателя такие различия наблюдаются (на 1%-ом уровне значимости), причем, в среднем, MBV компаний через год больше, чем за год, в котором приобретена доля. Это согласуется с результатами прошлых исследований, в которых авторы доказывают, что рыночная стоимость компаний через год после инвестиции увеличивается.

**Таблица 7.** Результаты теста на равенство средних для периода  $t$  и  $t+1$

Показатель	Период $t$	Период $t+1$	t-статистика	p-value
Рентабельность активов (ROA)	0,004	0,016	1,496	0,068
Market-to-Book Value	2,031	2,324	5,94	0,000

Источник: Составлено автором исследования с использованием пакета Stata

Результаты теста на равенство средних для периода  $t$  и  $t+2$  представлены в таблице 8. Для рентабельности активов за год инвестиции и через два года после нее наблюдается значимое различия в средних значениях (на 5%-ом уровне значимости), причем в среднем через два года показатель выше, чем за год, в котором приобретена доля. Для MBV различия также есть (на 1%-ом уровне значимости), причем, в среднем, мультипликатор портфельных компаний через два года больше, чем за год, в котором приобретена доля.

**Таблица 8.** Результаты теста на равенство средних для периода  $t$  и  $t+2$

Показатель	Период $t$	Период $t+2$	t-статистика	p-value
Рентабельность активов (ROA)	0,004	0,022	2,023	0,022
Market-to-Book Value	2,018	2,416	5,946	0,000

Источник: Составлено автором исследования с использованием пакета Stata

Результаты теста на равенство средних для периода  $t$  и  $t+3$  представлены в таблице 9. Для рентабельности активов и рыночного показателя в виде MBV за год инвестиции и

через три года после нее наблюдаются значимые различия в средних значениях на 1%-ом уровне значимости. В среднем, ROA и MBV портфельных компаний через 3 года выше, чем за год, в котором активистский хедж-фонд приобрел долю.

**Таблица 9.** Результаты теста на равенство средних для периода t и t+3

Показатель	Период t	Период t+3	t-статистика	p-value
Рентабельность активов (ROA)	0,004	0,032	3,237	0,001
Market-to-Book Value	1,966	2,238	4,039	0,000

Источник: Составлено автором исследования с использованием пакета Stata

Результаты теста на равенство средних для периода t+1 и t+3 представлены в таблице 9. Для рентабельности активов компании через год и три года после инвестиции хедж-фонда наблюдаются значимые различия в средних значениях на 1%-ом уровне значимости. В среднем рентабельность активов компаний через 3 года после приобретения доли хедж-фондом выше, чем через 1 год. Для MBV значимых различий в средних значениях не наблюдается.

**Таблица 10.** Результаты теста на равенство средних для периода t+1 и t+3

Показатель	Период t+1	Период t+3	t-статистика	p-value
Рентабельность активов (ROA)	0,016	0,032	2,373	0,009
Market-to-Book Value	2,258	2,279	0,424	0,373

Источник: Составлено автором исследования с использованием пакета Stata

Для тестирования гипотез H5-H10 были построены регрессионные модели, результаты оценивания параметров которых представлены в таблице 11.

**Таблица 11.** Оценки параметров регрессионных моделей

	Зависимая переменная: Performance (ROA_t+3)				
Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Healthcare	-	0,026	0,023	0,021	0,021
Energy	-	-0,007	-0,001	-0,001	0,008
IT	-	0,018	0,016	0,016	0,016
Financials	-	0,021	0,018	0,017	0,028
Communication	-	0,120**	0,125***	0,125***	0,109**
ConsumerDiscretionary	-	0,003	0,003	0,002	0,007
ConsumerStaples	-	0,011	0,011	0,012	0,013

**Таблица 11.** Оценки параметров регрессионных моделей (продолжение)

	<b>Зависимая переменная: Performance (ROA<sub>t+3</sub>)</b>				
Materials	-	0,058*	0,052	0,050	0,049*
Utilities	-	-0,035*	-0,032*	-0,033*	-0,029*
RealEstate	-	0,038	0,035	0,035	0,033
Implementation	-	-		0,030***	-
Activity1	-	-	-	-	0,026**
Activity2	-	-	-	-	0,021*
Activity3	-	-	-	-	0,034***
Share	-	-		-0,033	-
ActivistHedgeFund <sub>t</sub>	-	-	-0,024***	-	-0,022***
InstitutionalOwn <sub>i,t</sub>	-	-	0,014	-	-
InsiderOwnership <sub>t</sub>	-	-	0,000	-	-
FinLeverage <sub>i,t</sub>	-0,00005	-	-	-	-
ROA <sub>t</sub>	0,132***	0,125***	0,120***	0,118***	0,113***
ln(Sales)	0,007***	0,008***	0,008***	0,007***	0,007***
cons	-0,119***	-0,148***	-0,131***	-0,139***	-0,122***
R <sup>2</sup>	0,151	0,201	0,220	0,240	0,258
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

\*, \*\*, \*\*\* обозначают 10%, 5% и 1% уровень значимости, соответственно.

Источник: Составлено автором исследования с использованием пакета Stata

Все представленные в таблице 11 модели статистически значимые. Во всех моделях зависимой переменной выступает рентабельность активов портфельной компании через 3 года после приобретения доли активистским хедж-фондом. При выборе спецификации базовой модели в нее были включены такие независимые переменные, как рентабельность активов компании за год инвестиции, финансовая структура капитала и размер компании в виде логарифма выручки. Все переменные, кроме показателя финансовой структуры капитала, в модели значимы на 1%-ом уровне значимости. Взаимосвязь между рентабельностью активов портфельной компании и финансовой структурой капитала данной компании не выявлена. Можно сделать вывод, что модель (1) включает несущественную переменную. Исключив показатель финансовой структуры капитала, оценим модель (2), которая будет являться базовой. На основании оцененной модели (2) можно говорить о прямой взаимосвязи между финансовой результативностью портфельной компании и ее размером, а также ее прошлой результативностью. Оценкам параметров может быть дана следующая интерпретация: при увеличении объема выручки компании на 1% показатель рентабельности активов компании через 3 года после приобретения доли активистским хедж-фондом увеличивается на 0,00008, а при увеличении рентабельности активов компании за год инвестиции на 1 единицу показатель рентабельности активов

компании через 3 года после приобретения доли активистским хедж-фондом увеличивается на 0,125.

В целях изучения влияния на результирующий признак принадлежности компании к определенному сектору экономики, в модель (2) были добавлены 10 бинарных переменных, а в качестве «базового» сектора выбрана промышленность. В модели (2) бинарная переменная  $Communication_i$  значима на уровне 5 %,  $Utilities_i$ ,  $Materials_i$  — на уровне 10 %. Переменные  $Healthcare_i$ ,  $Energy_i$ ,  $IT_i$ ,  $Financials_i$ ,  $ConsumerDiscretionary_i$ ,  $ConsumerStaples_i$ ,  $RealEstate_i$  не являются значимыми. Можно сделать вывод, что нет различия в результативности портфельных компаний таких секторов экономики, как здравоохранение, энергетика, IT, финансы, товары повседневного и выборочного спроса, недвижимость по сравнению с промышленностью. Поскольку переменная  $Communication_i$  значима, то можно сделать вывод, что существует различие в результативности портфельных компаний, относящихся к сектору коммуникационных услуг и промышленности. В среднем рентабельность активов портфельных компаний сектора коммуникационных услуг, в которые инвестировали хедж-фонды, на 0,12 выше, чем показатель промышленных компаний. Для переменной  $Utilities_i$  делается вывод, что есть различие в результативности портфельных компаний, относящихся к сектору коммунальных услуг и промышленности. В среднем рентабельность активов портфельных компаний из сектора коммунальных услуг на 0,035 ниже, чем соответствующий показатель промышленных компаний. Что касается значимой переменной  $Materials_i$ , то можно заключить, что существует различие в результативности портфельных компаний из таких секторов, как материалы и промышленность. В среднем рентабельность активов портфельных компаний из сектора материалы на 0,058 выше, чем соответствующий показатель промышленных компаний. Для того чтобы понять, является ли принадлежность компании к определенному сектору экономики, существенным фактом для результативности портфельных компаний, использовался критерий Фишера (теста Вальда) по выбору между «длинной» и «короткой» регрессией. Основная гипотеза была отклонена ( $p\text{-value} = 0,028$ ) — «длинная» регрессия предпочтительнее «короткой», поэтому можно сделать вывод, что принадлежность портфельной компании к определенному сектору экономики является существенным фактом для результативности портфельных компаний.

Затем к модели (2) добавляются переменные, характеризующие акционерную структуру капитала портфельной компании: доля институциональной собственности ( $InstitutionalOwnership$ ), доля инсайдерской собственности ( $InsiderOwnership$ ) и наличие

среди акционеров другого хедж-фонда – активиста (ActivistHedgeFund). В модели (3) переменные базовой модели являются существенными, переменные InstitutionalOwnership и InsiderOwnership незначимы, а ActivistHedgeFund значима на 1%-ом уровне значимости. Можно сделать вывод, что есть различие в результативности компании через 3 года после инвестиции, когда на момент инвестиции другой активистский хедж-фонд также является акционером компании, и когда среди акционеров других активистских хедж-фондов нет. В среднем рентабельность активов через 3 года компании, где среди акционеров на момент инвестиции хедж-фонда присутствует другой активистский хедж-фонд, на 0,024 меньше, чем компании, где среди акционеров нет других активистских хедж-фондов. Между долей в собственности в руках инсайдеров и результативностью портфельной компании взаимосвязь отсутствует. Аналогично и для институциональной собственности: результативность портфельной компании не зависит от размера институциональной собственности.

В модели (4) в качестве дополнительных переменных к базовым выступили характеристики стратегии акционерного активизма, а именно бинарная переменная Implementation, обозначающая реализацию стратегии, если произошли определенные изменения в компании, и переменная Share, относящаяся к величине доли активистского хедж-фонда. В модели (4) базовые переменные являются существенными, переменная Implementation значима на 1%-ом уровне значимости, а Share не является значимой. Можно вывести, что между результативностью портфельной компании через 3 года после приобретения доли хедж-фондом и величиной доли, приобретаемой хедж-фондом, взаимосвязь отсутствует. Что касается реализации стратегии акционерного активизма, то есть различие в рентабельности активов портфельных компаний, где стратегия была реализована (произошло одно из изменений), по сравнению с компаниями, в которых хедж-фондам не удалось реализовать ее. В среднем рентабельность активов портфельных компаний, в которых хедж-фонд реализовал стратегию акционерного активизма, на 0,03 больше, чем где стратегия акционерного активизма не реализовалась.

В модели (5) вместо факта реализации стратегии акционерного активизма исследовательский интерес представлял факт различия в рентабельности активов портфельных компаний в зависимости от типа изменения, происходящего в результате реализации хедж-фондом стратегии акционерного активизма. Для этого в модель были включены переменные Activity1, Activity2, Activity3, а отсутствие соответствующего изменения взято за «базовую» переменную. Оцененная регрессионная модель значима, поэтому может быть сделан вывод о различии в величине рентабельности активов

компаний между конкретными изменениями и их отсутствием. Все переменные, характеризующие изменения в компании, значимые: Activity1 — на 5%-ом, Activity2 — на 10%-ом, Activity3 — на 1%-ом уровнях. Из чего можно заключить, что есть различие в результативности портфельных компаний, в которых происходило изменение структуры капитала, бизнес-стратегии или корпоративного управления по сравнению с результативностью компаний, в которых отсутствовали изменения-идентификаторы реализации стратегии акционерного активизма. В среднем, рентабельность активов портфельных компаний с изменением структуры капитала на 0,026, бизнес-стратегии на 0,021, а с изменением корпоративного управления на 0,034 выше, чем у компаний, где хедж-фонд не проводил соответствующих изменений.

Для группы переменных Tactic в качестве «базовой» тактики была выбрана регулярная коммуникация с советом директоров/менеджментом. Все бинарные переменные в модели, характеризующие тактики хедж-фонда, оказались незначимыми. Из этого следует, что нет различия в величине рентабельности активов портфельных компаний других тактик хедж-фондов по сравнению с регулярной коммуникацией хедж-фонда с советом директоров или менеджментом. Более того, было принято решение не включать в модель группу переменных Tactic, так как по результатам теста Вальда была принята основная гипотеза ( $p\text{-value}=0,484$ ), и следовательно, выбрана «короткая» регрессия. Данный факт означает, что при рассмотрении результативности портфельных компаний, в которые инвестируют хедж-фонды, используемая ими тактика не так важна.

### **3.5. Анализ полученных результатов**

Вопрос о влиянии стратегии акционерного активизма на результативность портфельных компаний находится в фокусе ряда исследований, которые не дают однозначных результатов. В результате проведения эмпирического исследования было установлено, что, в среднем, бухгалтерский и рыночный показатели результативности портфельных компаний через 1, 2 и 3 года после приобретения доли хедж-фондом выше, чем соответствующие показатели за год, в котором осуществлена инвестиция хедж-фонда в компанию. В исследованиях [Greenwood, Schor, 2009; DesJardine, Durand, 2020] авторы пришли к аналогичному выводу. Данные результаты дают основания предположить, что в портфельных компаниях, в которые хедж-фонд инвестирует с намерением осуществлять стратегию акционерного активизма, в среднем повышается финансовая результативность компании и ценность для акционеров на трехлетнем горизонте. Однако, по рыночному показателю нельзя заключить, что через 3 года после инвестиции хедж-фонда результативность компании будет выше или ниже, чем через 1 год. Таким образом, можно

сделать вывод, что по результатам эмпирического исследования гипотеза о «близоруких активистах» не принимается. Кроме того, не находит подтверждения утверждение, что показатели результативности портфельных компаний снижаются. Гипотезы Н1, Н2, Н3 и Н4 принимаются. Сделанные выводы согласуются с результатами прошлых исследований [Clifford, 2008; Becht et al., 2015; Bebchuk et al., 2015 Boyson, 2016].

Полученные результаты оценивания регрессионных моделей позволяют сделать вывод о существовании различий в результативности портфельных компаний из секторов коммуникационных, коммунальных услуг, материалов в сравнении с компаниями сектора промышленности. Промышленные компании чаще других становятся мишенями активистов. Однако, в среднем, долгосрочная финансовая результативность компаний из сектора коммунальных услуг и материалов выше, чем у промышленных. Для компаний из сектора коммунальных услуг справедливо обратное утверждение. Причины таких различий могут лежать в соответствующих значениях показателей рентабельности активов на момент инвестиции хедж-фонда.

Статистическими незначимыми являются переменные, характеризующие величину институциональной и инсайдерской собственности в компании. Исходя из результатов оценивания модели (3), можно сделать вывод об отсутствии статистически значимой взаимосвязи между результативностью портфельных компаний и величиной институциональной и инсайдерской собственности. Следовательно, гипотеза Н5 отклоняется. Полученные результаты относительно доли собственности инсайдеров согласуются с результатами работ [Ивашковская, Степанова, 2009; Demsetz, Villalonga, 2001] по корпоративному управлению, в которых изучалась зависимость стратегической эффективности компании от структуры собственности. Отсутствие зависимости результативности портфельных компаний от величины институциональной собственности объясняется тем, что повышение агентских издержек, связанных с расхождением интересов институциональных инвесторов, компенсируется снижением издержек на мониторинг и контроль, поскольку выполнение данных функций институциональные инвесторы берут на себя. Результаты и выводы относительно собственности институциональных инвесторов согласуются с результатами в работе [Ивашковская, Степанова, 2009], но опровергают [McConnell, Servaes, 1990].

Гипотеза Н6 принимается, поскольку бинарная переменная, характеризующая присутствие среди собственников компании другого хедж-фонда – активиста, статистически значима, а значит различия в результативности портфельных компаний есть. Отрицательная оценка параметра в модели (3) позволяет сделать вывод, что в случае



присутствия другого хедж-фонда с активистской повесткой долгосрочная рентабельность активов портфельной компании будет, в среднем, ниже, чем в случае, если больше хедж-фондов – активистов среди собственников нет. Такие результаты закономерны, потому как возникают значительные агентские издержки в связи конфликтом интересов нескольких активных институциональных инвестора.

Перейдем к основному вопросу исследования наличия и характера взаимосвязи стратегии акционерного активизма и результативности портфельных компаний. Реализация стратегии акционерного активизма хедж-фондам приводит к определенным изменениям в портфельной компании. Полученные результаты оценивания модели (4), а именно статически значимое значение переменной, дают основания установить, что существуют статистически значимые различия в результативности для портфельных компаний с реализованной и не реализованной, но анонсированной хедж-фондом стратегии акционерного активизма. Положительный знак коэффициента при переменной *Implementation* свидетельствует о том, что, в среднем, при реализации стратегии акционерного активизма хедж-фондом долгосрочная результативность портфельной компании выше, чем в компании, где хедж-фонд не реализует данную стратегию. Таким образом, гипотеза Н8 принимается. Что касается результатов прошлых исследований, возникают сложности в сравнении, поскольку, как правило, ученые изучали взаимосвязь стратегии акционерного активизма при помощи контрольной выборки компаний, в которые хедж-фонды даже не инвестировали. В модели (5) интерес представляли конкретные изменения, происходящие в компании, когда фонд осуществлял инвестицию с намерением влиять на компанию. Гипотеза Н9 о существовании различий в результативности между компаниями, в которых происходили основные изменения, идентифицирующие реализацию стратегии акционерного активизма, и компаниями, где не происходило соответствующего изменения, подтвердилась. Положительное значение коэффициента перед переменной позволяют сделать вывод о том, что в среднем, рентабельность активов портфельных компаний, в которых происходило изменение структуры капитала, выше, чем рентабельность активов компаний, где не происходило такого изменения. Аналогичное утверждение применимо для изменений в бизнес-стратегии и в корпоративном управлении. Причины могут лежат в создании дополнительной ценности акционерам в результате принятия инициатив хедж-фонда. Результаты частично согласуются с другими работами, так, [deNaan et al., 2018] утверждают, что изменения структуры капитала приводят к долгосрочной положительной сверхдоходности, но в корпоративном управлении — к нулевой или негативной. [Hotchkiss, Mooradian, 1997] приходят к выводам, что

результативность портфельных компаний связана с типом изменений. Результаты их исследования показывают, что активисты, которые добиваются представительства в совете директоров, добиваются смены генерального директора и председателя совета директоров, улучшают результативность портфельных компаний. Принимая во внимание выводы, сделанные в ходе проверки тестирования гипотез, портфельной компании не стоит противостоять проводимым хедж-фондом изменениям. Проведенные тесты на равенство средних для показателей институциональной и инсайдерской собственности свидетельствуют о том, что в среднем величина институциональной и инсайдерской собственности ниже в портфельных компаниях, где хедж-фонды реализуют стратегию акционерного активизма, чем в компаниях, где хедж-фонды не реализуют данную стратегию.

Величина доли хедж-фонда в портфельной компании также была выбрана в качестве характеристики стратегии акционерного активизма. Как было отмечено в начале главы, доля в собственности дает инвестору права на участие в управлении организацией. Величина доли в собственности определяет возможности хедж-фонда провести желаемые изменения в компании (например, увеличение финансового левериджа, выплат акционерам, смена высшего менеджмента и членов органа корпоративного управления), что означает возможности реализации стратегии акционерного активизма. В ходе исследования было установлено, что взаимосвязь между результативностью портфельной компании в виде рентабельности активов через 3 года после инвестиции и величиной доли хедж-фонда отсутствует. Причины могут лежать в том, что в отличие от других стран в США наделяемые права ассоциированы не только с величиной доли, но и с периодом владения, а также отличаются в зависимости от штата [Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers, 2009].

Согласно оценкам регрессионной модели, применяемая тактика не является существенным фактом, так как все бинарные переменные незначимые. Результативность портфельных компаний не зависит от тактики, используемой хедж-фондом для реализации стратегии акционерного активизма. Следовательно, гипотеза H10 не принимается.

Данное исследование имеет практическую ценность для разных стейкхолдеров. Активистскому хедж-фонду следует заранее задумываться о горизонте инвестирования в портфельную компанию, поскольку в долгосрочной перспективе результативность компании и ее рыночная стоимость может снижаться. Срок до трех лет является приемлемым, так как в среднем результативность компаний через три года выше, чем в год инвестирования и следующий после него. Вдобавок, внесенные SEC в 2020 году изменения

в правило выдвижения предложений акционеров [SEC Adopts Amendments to Modernize Shareholder Proposal Rule, 2020], а именно повышение пороговых значений для величины доли собственности компании и срока владения, вынуждают активистов пересмотреть свой подход к срокам и размеру инвестиции. Выводы об отсутствии зависимости между величиной доли хедж-фонда и результативности портфельной компании, могут повлиять на решения хедж-фонда о размере будущих инвестиций. Хедж-фондам, анонсировавшим стратегию акционерного активизма, в целях увеличения результативности портфельной компании следует проводить изменения, т. е. реализовывать данную стратегию. При выборе между компаниями из промышленного и других секторов для инвестирования фонд-активист может ориентироваться на различия в долгосрочной рентабельности активов. В зависимости от проводимых изменений хедж-фонд может брать в расчет среднюю рентабельность и корректировать предлагаемые инициативы. Присутствие более чем одного хедж-фонда – активиста в среднем снижает результативность компании на горизонте трех лет. Этот факт рекомендуется учитывать хедж-фондам при реализации стратегии акционерного активизма путем выбора альтернативных портфельных компаний или согласования интересов и дальнейшего сотрудничества с другим хедж-фондом. Хедж-фондам, планирующим реализовать стратегию акционерного активизма, следует брать во внимание размер институциональной и инсайдерской собственности портфельной компании и ориентироваться на более низкие показатели. Донесение выводов по эмпирическому исследованию до акционеров и менеджмента компании повысит шансы на поддержку инициатив хедж-фонда в будущем.

Менеджерам следует осуществлять постоянный мониторинг собственников, понимать интересы активистов, оценивать различные факторы риска и заранее планировать действия, а также стоит рассматривать предложения хедж-фондов, ориентируясь на долгосрочную результативность. В случае становления мишенью хедж-фонда – активиста, менеджерам не стоит вступать в открытую конфронтацию, поскольку компании, в которых хедж-фонду удастся реализовать стратегию, в среднем более результативны. К тому же различия в рентабельности активов компаний, когда хедж-фонд регулярно взаимодействует с менеджментом компании, и рентабельности активов компаний, в которых хедж-фонд вступает в открытую конфронтацию, нет. Однако, противостояние вероятнее приведет к неблагоприятным последствиям для менеджмента.

Полученные в ходе исследования результаты могут быть полезны государственным органам (например, финансовому регулятору SEC) для осуществления регулирования деятельности хедж-фондов. Как потенциальные инвесторы, так и действующие акционеры

могут использовать полученные результаты для принятия инвестиционных решений. Например, потенциальным инвесторам компаний, среди собственников которых есть хедж-фонды – активисты, для инвестирования на горизонте 3 лет стоит учитывать факт принадлежности компании к сектору экономики, присутствие других фондов – активистов, а также факт реализации стратегии акционерного активизма, в том числе проводимых изменений. Данная информация имеет ценность для потенциальных инвесторов при прогнозировании результативности компании. Текущим акционерам следует отслеживать изменения среди собственников, а также изменения в операционной и стратегической деятельности компании. Результаты и выводы эмпирического исследования снижают неопределенность для акционеров в случае, если хедж-фонд инвестирует в компанию с намерением влиять на управление и контроль. Обладая информацией о взаимосвязи результативности компании и стратегии акционерного активизма, акционер способен принимать взвешенное решение по вопросам голосований.

Цель исследования достигнута, направление и характер взаимосвязи стратегии акционерного активизма и результативности портфельных компаний выявлены. Дальнейшее исследование может направлено на выявление взаимосвязи результативности портфельных компаний и с другими показателями стратегии акционерного активизма. Для этого оно может включать другие факторы, характеризующие стратегию акционерного активизма и портфельные компании. Например, для стратегии возможны следующие показатели: срок владения акциями портфельной компании хедж-фондом, количество активистских кампаний на счету хедж-фонда, размер и возраст хедж-фонда – активиста. Показатели, характеризующие портфельную компанию, могут быть связаны с текущим корпоративным управлением в компании: советом директоров, топ-менеджментом. Для подтверждения полученных результатов тестирование гипотез может осуществляться на рыночном показателе результативности в качестве зависимой переменной. факторы реализации стратегии акционерного активизма. Вдобавок, исследовательский интерес также представляет результативность портфельных компаний на различном горизонте.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Последние два десятилетия наблюдается рост популярности стратегии акционерного активизма среди различных инвесторов. Стратегия акционерного активизма представляет собой приобретение инвестором доли в публичной компании с намерением проведения изменений в компании и ее корпоративном управлении. Одними из наиболее активных инвесторов, реализующих данную стратегию, являются хедж-фонды. В последние годы во всем мире число хедж-фондов, применяющих стратегию акционерного активизма, значительно увеличилось. Развитость института хедж-фонда, объем финансового рынка, а также тенденция роста числа активистских кампаний, ряд научных исследований, правовые особенности — характеристики американской стратегии акционерного активизма хедж-фондов, которая рассматривается в данной работе. Главной целью активиста является максимизация ценности инвестированных средств, поэтому для реализации желаемых изменений хедж-фонды применяют различные тактики. К основным действиям активистов относятся изменение состава совета директоров компании, противодействие слиянию или ликвидации компании, продажа активов или компании, замена генерального директора, изменение структуры капитала и дивидендной политики. Относительно увеличения числа активистских кампаний оппозиционно настроены менеджеры, акционеры публичных компаний и финансовые регуляторы, полагая, что хедж-фонды разрушают ценность для акционеров. В связи с этим у исследователей возникают следующие вопросы: существует ли взаимосвязь между стратегией акционерного активизма хедж-фондов и результативностью портфельных компаний? Является ли реализация стратегии акционерного активизма выигрышной для портфельной компании?

Для ответа на данные исследовательские вопросы в выпускной квалификационной работе было проведено эмпирическое исследование, направленное на выявления наличия и характера взаимосвязи между стратегией акционерного активизма и результативностью портфельных компаний, в которые инвестировали хедж-фонды. По результатам проведения исследования поставленная цель выявления взаимосвязи стратегии акционерного активизма хедж-фондов и результативности портфельных компаний была достигнута, а также был выполнен ряд заявленных задач. В рамках исследования была дана характеристика хедж-фонда в качестве институционального инвестора, введено понятие акционерного активизма как стратегии хедж-фонда, проведен анализ литературы по акционерному активизму хедж-фондов, рассмотрены основные подходы к оцениванию результативности компании. Наконец, было проведено эмпирическое

исследование, проанализированы полученные результаты, а также даны основные рекомендации стейкхолдерам.

В первой главе было введено понятие хедж-фонда как институционального инвестора и был проведен сравнительный анализ хедж-фондов, фондов прямых и взаимных инвестиций. Рассматривается история развития института хедж-фонда, положение современной отрасли, раскрывается специфика хедж-фонда, его структура управления и вознаграждения, описываются особенности законодательного регулирования хедж-фондов в контексте нескольких стран. Определение специфики хедж-фонда лежало в основе дальнейшего анализа стратегии акционерного активизма.

Вторая глава посвящена анализу стратегии акционерного активизма хедж-фондов. В первой части было рассмотрено явление акционерного активизма институциональных инвесторов, проведен обзор академических исследований и описаны различные подходы к определению акционерного активизма хедж-фондов в США, а также приведена наглядная иллюстрация кампании хедж-фонда – активиста. Во второй части был раскрыт вопрос оценки результативности компаний, в рамках которого описаны подходы к оцениванию результативности компаний: бухгалтерский и рыночный, а также проведен анализ показателей. Обзор исследовательских работ по акционерному активизму хедж-фондов и результативности компаний позволил сделать выбор показателей для эмпирического исследования.

В третьей описывается эмпирическое исследование, направленное на выявления наличия и характера взаимосвязи между стратегией акционерного активизма и результативностью портфельных компаний, в которые инвестировали хедж-фонды. Выборка, на которой проводилось эмпирическое исследование, представляла собой 334 наблюдения, в которых американские хедж-фонды приобретали долю американских публичных компаний в период с 2009 по 2016 год. В качестве показателей результативности портфельных компаний были выбраны показатель рентабельности активов (ROA) и отношение рыночной капитализации компании к балансовой стоимости (MBV). В регрессионной модели в качестве зависимой переменной выступал показатель ROA. Во-первых, для рыночного и бухгалтерского показателей было проведено сравнение значений на разных временных горизонтах. Так, в среднем, показатели результативности компаний в течение трех лет после приобретения доли хедж-фондом выше, чем соответствующие показатели за год, в котором осуществлена инвестиция хедж-фонда в компанию. Полученные результаты опровергли нацеленность хедж-фондов на краткосрочный результат. Во-вторых, результаты оценивания регрессионной модели позволили сделать

вывод об отсутствии взаимосвязи показателей структуры собственности и результативности портфельных компаний, в которые инвестировали хедж-фонды. Однако, была выявлена обратная взаимосвязь между фактом присутствия среди собственников компании другого хедж-фонда – активиста и результативностью портфельной компании. Кроме того, между величиной доли хедж-фонда и результативностью компании – объекта инвестиций хедж-фонда взаимосвязи не установлено. Наконец, удалось установить прямую взаимосвязь между реализацией стратегии акционерного активизма хедж-фонда и результативностью портфельных компаний. Вдобавок, была выявлена прямая взаимосвязь результативности компании с отдельными изменения – индикаторами реализации стратегии.

Результаты данной работы могут быть полезны как представителям бизнес-, так и академической среды. Во-первых, работа восполняет пробел существующих исследований, затрагивая несколько аспектов корпоративного управления. Во-вторых, результаты практически значимы для управляющих хедж-фондами, менеджеров компаний, потенциальных инвесторов, акционеров, а также финансовых регуляторов. Хедж-фонды, потенциальные инвесторы и акционеры могут использовать полученные результаты для прогнозирования результативности компаний на горизонте трех лет, а затем принимать инвестиционные решения. Информирование акционеров и менеджмента портфельных компаний о выигрышности реализации стратегии акционерного активизма, подкрепленное эмпирическими исследованиями, предоставит больше возможности хедж-фондам провести необходимые изменения. В свою очередь, результаты исследования позволят акционерам и менеджменту скорректировать свое поведение.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРНЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Волков Д. Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании //Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3. – №. 2.
2. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты: финансовый и бухгалтерский аспекты. – 2006.
3. Владимирова Т. А., Цевелев С. А. Система сбалансированных показателей для оценки результативности регионального филиала Федеральной пассажирской компании //Сибирская финансовая школа. – 2016. – №. 1. – С. 127–131.
4. Григорьева Т. И. Финансовый анализ для менеджеров: оценка, прогноз //М: Юрайт.– 2011. – 2019.
5. Ивашковская И. В., Степанова А. Н. Структура собственности и ее влияние на стратегическую эффективность компаний //Финансы и бизнес. – 2009. – Т. 3. – С. 1-22
6. Кокинз Г. Управление результативностью: Как преодолеть разрыв между объявленной стратегией и реальными процессами. – Альпина Паблишер, 2015.
7. Черемушкин С. В. Методология расчета совокупной акционерной доходности //Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – №. 18.
8. Allaire Y., Dauphin F. The game of ‘activist’ hedge funds: Cui bono? //International Journal of Disclosure and Governance. – 2016. – Т. 13. – №. 4. – С. 279–308.
9. Anderson S., Born J. A., Schnusenberg O. Closed-end funds, exchange-traded funds, and hedge funds //Innovations in Financial Markets and Institutions. – 2010. – Т. 18. – №. 3. – С. 87-103.
10. Alon Brav Profile [Electronic resource] // Сайт Duke University's Fuqua School of Business – Duke University's Fuqua School of Business, [2021]. – Режим доступа : <https://www.fuqua.duke.edu/faculty/alon-brav>, свободный. – Загл. с экрана. (05.04.2021).
11. Asness C. S., Krail R. J., Liew J. M. Do hedge funds hedge? //The journal of portfolio management. – 2001. – Т. 28. – №. 1. – С. 6-19.
12. Barney J. B. Gaining and Sustaining Competitive Advantage 2nd edition Prentice Hall //Upper Saddle River, NJ. – 2002. – Т. 4. – №. 1. – С. 1-22.
13. Bartlett R., Partnoy F. The Misuse of Tobin's q //Vand. L. Rev. – 2020. – Т. 73. – С. 353.
14. Bebchuk L. A. et al. Dancing with activists //Journal of Financial Economics. – 2020. – Т. 137. – №. 1. – С. 1-41.
15. Bebchuk L. A. The case for increasing shareholder power //Harv. L. Rev. – 2004. – Т. 118. – С. 833.



16. Bebchuk L. A., Brav A., Jiang W. The long-term effects of hedge fund activism. – National Bureau of Economic Research, 2015. – №. w21227.
17. Bebchuk L., Cohen A., Ferrell A. What matters in corporate governance? //The Review of financial studies. – 2009. – Т. 22. – №. 2. – С. 783-827.
18. Becht M. et al. Returns to hedge fund activism: An international study //The Review of Financial Studies. – 2017. – Т. 30. – №. 9. – С. 2933-2971.
19. Bernard V. L., Thomas J. K. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings //Journal of accounting and economics. – 1990. – Т. 13. – №. 4. – С. 305-340.
20. Billionaire hedge fund manager Nelson Peltz calls P&G a ‘suffocating bureaucracy’ [Electronic resource] // Сайт CNBC. – CNBC, [2017]. – Режим доступа : <https://www.cnbc.com/2017/07/17/billionaire-hedge-fund-manager-nelson-peltz-takes-on-pg-biggest-company-ever-to-face-an-activist.html>, свободный. – Загл. с экрана. (20.10.2020).
21. Black B. S. Shareholder Activism and Corporate Governance in the US in P. Newman //The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. – 1998. – С. 461-8
22. Brainard W. C., Tobin J. Pitfalls in financial model building //The American Economic Review. – 1968. – Т. 58. – №. 2. – С. 99-122.
23. Bratton W. W. Hedge fund activism, poison pills, and the jurisprudence of threat //The corporate contract in changing times: Is the law keeping up. – 2016. – С. 1-27.
24. Bratton W. W. Hedge funds and governance targets //Geo. LJ. – 2006. – Т. 95. – С. 1375.
25. Brav A. et al. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance //The Journal of Finance. – 2008. – Т. 63. – №. 4. – С. 1729-1775.
26. Brav A., Dasgupta A., Mathews R. D. Wolf pack activism. – 2016.
27. Brav A., Jiang W., Kim H. The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes //The Review of Financial Studies. – 2015. – Т. 28. – №. 10. – С. 2723-2769.
28. Briggs T. W. Corporate governance and the new hedge fund activism: An empirical analysis //J. Corp. L. – 2006. – Т. 32. – С. 681.
29. Brown S. et al. Lessons from hedge fund registration //Journal of Finance. – 2006.
30. Business performance measurement / ed. by Neely A. – Cambridge University Press, 2008 – №. 3. – С. 529
31. Calenda T., Milliken C., Spieler A. C. Activist Hedge Funds //Financial Markets And Investments Series. – С. 107.

32. Cannella Jr A. A., Hambrick D. C. Effects of executive departures on the performance of acquired firms //Strategic Management Journal. – 1993. – T. 14. – №. S1. – C. 137-152.
33. Chakravarthy B. S. Measuring strategic performance //Strategic management journal. – 1986. – T. 7. – №. 5. – C. 437-458
34. Chen L., Zhao X. S. Understanding the role of the market-to-book ratio in corporate financing decisions //Available at SSRN 538944. – 2004.
35. Chen S., Dodd J. L. Economic value added (EVA™): An empirical examination of a new corporate performance measure //Journal of managerial Issues. – 1997. – C. 318-333.
36. Chen X., Harford J., Li K. Monitoring: Which institutions matter? //Journal of financial Economics. – 2007. – T. 86. – №. 2. – C. 279-305.
37. Chung K. H., Pruitt S. W. A simple approximation of Tobin's q //Financial management. – 1994. – C. 70-74.
38. Clifford C. P. Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists //Journal of Corporate Finance. – 2008. – T. 14. – №. 4. – C. 323-336.
39. Coffee J. C., Palia D. The impact of hedge fund activism: Evidence and implications //European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper. – 2014. – №. 266.
40. Combs J. G., Crook T. R., Shook C. L. The dimensionality of organizational performance and its implications for strategic management research //Research methodology in strategy and management. – Emerald Group Publishing Limited, 2005.
41. Costin D. M. et al. Economic Value Added—A General Review of the Concept.“ //Ovidius” University Annals, Economic Sciences Series. – 2017. – T. 17. – №. 1. – C. 168-173.
42. Cremers K. J. et al. Hedge fund activism and long-term value //Notre Dame Working Paper. – 2015.
43. Cumming D., Dai N., Johan S. Dodd-Frinking the hedge funds //Journal of Banking & Finance. – 2017. – C. 105216.
44. Damodaran A. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. – John Wiley & Sons, 2012. – T. 666.
45. de Figueiredo Jr R. J. P., Feldman E. R., Rawley E. The costs of refocusing: Evidence from hedge fund closures during the financial crisis //Strategic Management Journal. – 2019. – T. 40. – №. 8. – C. 1268-1290.
46. deHaan E., Larcker D., McClure C. Long-term economic consequences of hedge fund activist interventions //Review of Accounting Studies. – 2019. – T. 24. – №. 2. – C. 536-569.
47. Demsetz H., Villalonga B. Ownership structure and corporate performance //Journal of corporate finance. – 2001. – T. 7. – №. 3. – C. 209-233.

48. Derrien F., Kecskés A., Thesmar D. Investor horizons and corporate policies //Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2013. – С. 1755-1780.
49. DesJardine M. R., Durand R. Disentangling the effects of hedge fund activism on firm financial and social performance //Strategic Management Journal. – 2020. – Т. 41. – №. 6. – С. 1054-1082.
50. Dess G. G., Robinson Jr R. B. Measuring organizational performance in the absence of objective measures: the case of the privately-held firm and conglomerate business unit //Strategic management journal. – 1984. – Т. 5. – №. 3. – С. 265-273.
51. Du F. et al. How adopting new performance measures affects subjective performance evaluations: evidence from EVA adoption by Chinese state-owned enterprises //The Accounting Review. – 2018. – Т. 93. – №. 1. – С. 161-185.
52. Fagetan A. M. The Regulation of Hedge Funds: A Global Perspective. – 2020.
53. Fair Investment Opportunities for Professional Experts Act [Electronic resource] // Сайт Congress.gov. – Library of Congress, [2019]. – Режим доступа : <https://www.congress.gov/bill/116th-congress/house-bill/4762?s=1&r=13>, свободный. – Загл. с экрана. (02.02.2021).
54. Fen Y., P'ng Y. Tobin's Q and its Determinants: A Study on Huawei Technologies Co., Ltd //Ltd.(May 14, 2019). – 2019.
55. Foroughi P. et al. Investor protection and the long-run performance of activism //Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2019. – Т. 54. – №. 1. – С. 61-100.
56. Frush S. P. Hedge Funds Demystified: A Self-teaching Guide. – McGraw-Hill, 2008
57. Gallagher, D. (2015). Activism, Short-Termism, and the SEC. In 21st Annual Stanford Directors' College. <https://www.sec.gov/news/speech/activism-short-termism-and-the-sec.html>.
58. Ghalayini A. M., Noble J. S. The changing basis of performance measurement //International journal of operations & production management. – 1996
59. Ganchev A. et al. Hedge Funds–Evolution and Perspectives //Народностопански Архив. – 2015. – №. 4. – С. 37-46.
60. Gantchev N., Sevilir M., Shivdasani A. Activism and empire building //Journal of Financial Economics (JFE), Forthcoming, European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper. – 2018. – №. 575. – С. 18-23.
61. Gaspar J. M., Massa M., Matos P. Shareholder investment horizons and the market for corporate control //Journal of financial economics. – 2005. – Т. 76. – №. 1. – С. 135-165.

62. Gentry R. J., Shen W. The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: How strong is it? //Journal of managerial issues. – 2010. – С. 514-530.
63. Gillan S., Starks L. T. The evolution of shareholder activism in the United States //Available at SSRN 959670. – 2007
64. Greenwood R., Schor M. Investor activism and takeovers //Journal of Financial Economics. – 2009. – Т. 92. – №. 3. – С. 362-375.
65. Guthrie K., Sokolowsky J. Large shareholders and the pressure to manage earnings //Journal of Corporate Finance. – 2010. – Т. 16. – №. 3. – С. 302-319.
66. Hedge fund activists set for comeback [Electronic resource] // Сайт Financial Times . – The Financial Times, [2009]. – Режим доступа : <https://www.ft.com/content/43eb5680-e42b-11de-bed0-00144feab49a>, свободный. – Загл. с экрана. (20.11.2020).
67. Hedge funds: structure, strategies, and performance / ed. by Baker H. K., Filbeck G. – Oxford University Press, 2017 – 704 p.
68. Hedging Your Bets: A Heads Up on Hedge Funds and Funds of Hedge Funds// Сайт SEC.gov. – U.S. Securities and Exchange Commission [2008]. – Режим доступа <http://www.sec.gov/answers/hedge.htm>– Загл. с экрана. (11.10.2020).
69. HFR Global Report [Electronic resource]// Сайт HFR, Inc.– HFR[2020]. – Режим доступа: <https://www.hfr.com/>.– Загл. с экрана. (21.01.2021).
70. Hong X. The dynamics of hedge fund share restrictions //Journal of Banking & Finance. – 2014. – Т. 49. – С. 82-99.
71. Hotchkiss E. S., Mooradian R. M. Vulture investors and the market for control of distressed firms //Journal of financial economics. – 1997. – Т. 43. – №. 3. – С. 401-432
72. Hudson M. Funds: Private equity, hedge and all core structures. – John Wiley & Sons, 2014.
73. IFAC (1998), Measurement and Management of Intellectual Capital: an Introduction, International Federation of Accountants, New York, NY.
74. Implications of the Growth of Hedge Funds // Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission. – 2003.
75. Investment Company Act of 1940// Securities and Exchange Commission – 1940 – 17-21 p.
76. Investor Bulletin: Hedge Funds [Electronic resource]// Сайт Investor.gov. – SEC.gov[2012]. – Режим доступа: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-46>, свободный – Загл. с экрана. (10.10.2020).
77. Kaplan S. N., Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? //The quarterly journal of economics. – 1997. – Т. 112. – №. 1. – С. 169-215.

78. Karpoff J. M. The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings //Available at SSRN 885365. – 2001.
79. Karsten K. G. Scientific forecasting. – 1931.
80. Ketokivi M. A., Schroeder R. G. Perceptual measures of performance: fact or fiction? //Journal of Operations Management. – 2004. – Т. 22. – №. 3. – С. 247-264.
81. Klein A., Zur E. Hedge fund activism. – 2006.
82. Koehl A. Brexit and short-selling disclosures //Available at SSRN 2808498. – 2016.
83. Krishnan C. N. V., Partnoy F., Thomas R. S. The second wave of hedge fund activism: The importance of reputation, clout, and expertise //Journal of Corporate Finance. – 2016. – Т. 40. – С. 296-314.
84. Lee S. H., Makhija M. Flexibility in internationalization: is it valuable during an economic crisis? //Strategic Management Journal. – 2009. – Т. 30. – №. 5. – С. 537-555.
85. Lehn K., Makhija A. K. EVA, accounting profits, and CEO turnover: an empirical examination, 1985–1994 //Journal of applied corporate finance. – 1997. – Т. 10. – №. 2. – С. 90-97.
86. Lindenberg E. B., Ross S. A. Tobin's q ratio and industrial organization //Journal of business. – 1981. – С. 1-32.
87. Longo J. M. (ed.). Hedge fund alpha: a framework for Generating and Understanding Investment Performance. – World Scientific, 2009.
88. Loomis C. J. JONES NOBODY KEEPS UP WITH //Fortune. – 1966. – Т. 73. – №. 4. – С. 237-&.
89. Mallaby S. More money than god: Hedge funds and the making of the new elite. – A&C Black, 2010.
90. Manual on investment fund statistics [Electronic resource]// Сайт European Central Bank. – Сайт European Central Bank [2017]. – Режим доступа: [https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_corporations/investment\\_funds/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_corporations/investment_funds/html/index.en.html), свободный – Загл. с экрана. (09.10.2020).
91. Mason R. O., Swanson E. B. Measurement for management decision: A perspective //California Management Review. – 1979. – Т. 21. – №. 3. – С. 70-81.
92. McVea H. Targeting hedge funds and 'repo runs' //Research handbook on shadow banking. – Edward Elgar Publishing, 2018.
93. McConnell J. J., Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value //Journal of Financial economics. – 1990. – Т. 27. – №. 2. – С. 595-612.

94. Milunovich S., Tsuei A. EVA® in the computer industry //Journal of Applied Corporate Finance. – 1996. – Т. 9. – №. 1. – С. 104-116.
95. N Vaidya P. Board Size and Firm Performance: A Study on BSE 100 Companies //Journal of Management (JOM). – 2019. – Т. 6. – №. 3.
96. Nelson Peltz lauds relationship with P&G: ‘We’re getting along so well’ [Electronic resource] // Сайт CNBC. – CNBC, [2019]. – Режим доступа : <https://www.cnbc.com/2019/09/19/delivering-alpha-nelson-peltz-lauds-relationship-with-pg-tayl.html>, свободный. – Загл. с экрана. (20.10.2020).
97. Nelson Peltz sells \$120 million in Procter & Gamble stock [Electronic resource] // Сайт WCPO. – Scripps Media, [2019]. – Режим доступа : <https://www.wcpo.com/money/local-business-news/nelson-peltz-sells-120-million-in-procter-gamble-stock>, свободный. – Загл. с экрана. (20.10.2020).
98. Nili Y. Missing the forest for the trees: A new approach to shareholder activism //Harv. Bus. L. Rev. – 2014. – Т. 4. – С. 157.
99. OECD Business and Finance Outlook 2015 [Electronic resource] // Сайт OECD. – OECD [2015]. – Режим доступа: [https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-business-and-finance-outlook-2015\\_9789264234291-en#page2](https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-business-and-finance-outlook-2015_9789264234291-en#page2)., свободный – Загл. с экрана. (05.10.2020).
100. Otley D. Performance management: a framework for management control systems research //Management accounting research. – 1999. – Т. 10. – №. 4. – С. 363-382.
101. Orlitzky M., Schmidt F. L., Rynes S. L. Corporate social and financial performance: A meta-analysis //Organization studies. – 2003. – Т. 24. – №. 3. – С. 403-441.
102. Parvaei A., Farhadi S. The ability of explaining and predicting of economic value added (EVA) versus net income (NI), residual income (RI) & free cash flow (FCF) in Tehran stock exchange (TSE) //International Journal of Economics and Finance. – 2013. – Т. 5. – №. 2. – С. 67-77.
103. Pearson R., Altman K. Hedge funds and shareholder activism //The Corporate Governance Advisor. – 2006. – Т. 14. – №. 3. – С. 25-27.
104. Portfolio: The Procter & Gamble Company [Electronic resource] // Сайт Trian Partners. – Trian Partners [2021]. – Режим доступа : <https://trianpartners.com/portfolio-client/procter-gamble-company-2017/>, свободный – Загл. с экрана. (20.02.2021).
105. Preqin Global Hedge Fund Report 2020 [Electronic resource] // Сайт Preqin. – Preqin [2021]. – Режим доступа : <https://www.preqin.com/>. – Загл. с экрана. (20.01.2021).

106. Private Equity Trend Report 2020 Bull or bear? [Electronic resource] // Сайт PwC. – PwC [2021]. – Режим доступа : <https://www.pwc.de/de/kapitalmarktorientierte-unternehmen/private-equity-trend-report-2020.pdf>, свободный – Загл. с экрана. (25.01.2021).
107. Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers [Electronic resource] // Сайт OECD. – OECD, [2009]. – Режим доступа : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD295.pdf>, свободный. – Загл. с экрана. (21.11.2020).
108. RAMIĆ H. Relationship between ESG performance and financial performance of companies: an overview of the issue. – 2019.
109. Rehbein K., Logsdon J. M., Van Buren H. J. Corporate responses to shareholder activists: Considering the dialogue alternative //Journal of Business Ethics. – 2013. – Т. 112. – №. 1. – С. 137-154.
110. Revitalize P&G Together [Electronic resource] // Сайт Trian Partners. – Trian Partners [2017]. – Режим доступа : <https://trianpartners.com/wp-content/uploads/2017/01/Trian-PG-White-Paper-9.6.17-1.pdf>, свободный – Загл. с экрана. (19.02.2021).
111. Richard P. J. et al. Measuring organizational performance: Towards methodological best practice //Journal of management. – 2009. – Т. 35. – №. 3. – С. 718-804
112. Richard P. J. et al. Measuring organizational performance: Towards methodological best practice //Journal of management. – 2009. – Т. 35. – №. 3. – С. 718-804.
113. Rock B., Kahan M. Hedge Fund in Corporate Governance and Corporate Control // Institutional investor activism: hedge funds and private equity, economics and regulation. – 2015. – С.151-205
114. Roe M. J. Political and legal restraints on ownership and control of public companies //Journal of financial economics. – 1990. – Т. 27. – №. 1. – С. 7-41.
115. Rowe W. G., Morrow Jr J. L. A note on the dimensionality of the firm financial performance construct using accounting, market, and subjective measures //Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration. – 1999. – Т. 16. – №. 1. – С. 58-71.
116. Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation //Journal of accounting and economics. – 2006. – Т. 42. – №. 3. – С. 335-370.
117. Rule 501 Regulation D, Securities Act, 1933
118. Saenz J. Human capital indicators, business performance and market-to-book ratio //Journal of Intellectual Capital. – 2005.

119. Santos J. B., Brito L. A. L. Toward a subjective measurement model for firm performance //BAR-Brazilian Administration Review. – 2012. – Т. 9. – №. SPE. – С. 95-117.
120. Scaramucci A. The Little Book of Hedge Funds. – John Wiley & Sons, 2012. – Т. 38.
121. Securities Act of 1933 // Securities and Exchange Commission – 1933 – 1-73 p.
122. SEC Adopts Amendments to Modernize Shareholder Proposal Rule// Сайт SEC.gov. – U.S. Securities and Exchange Commission [2020]. – Режим доступа: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-220>, – Загл. с экрана. (11.10.2020).
123. Sjöström E. Shareholder activism for corporate social responsibility: What do we know? //Sustainable Development. – 2008. – Т. 16. – №. 3. – С. 141-154.
124. Stern J. M., Stewart III G. B., Chew Jr D. H. Eva®\*: An integrated financial management system //European Financial Management. – 1996. – Т. 2. – №. 2. – С. 223-245.
125. Stowell D. P. Investment banks, hedge funds, and private equity. – Academic Press, 2017.
126. Subedi M., Farazmand A. Economic Value Added (EVA) for Performance Evaluation of Public Organizations //Public Organization Review. – 2020. – Т. 20. – №. 4. – С. 613-630.
127. The largest hedge fund managers 2020 [Electronic resource] // Сайт Pensions&Investments. – Crain Communications, [2020]. – Режим доступа : <https://www.pionline.com/interactive/largest-hedge-fund-managers-2020>, свободный. – Загл. с экрана. (21.11.2020).
128. Surroca J., Tribó J. A., Waddock S. Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources //Strategic management journal. – 2010. – Т. 31. – №. 5. – С. 463-490.
129. The Regulation, Taxation and Distribution of Hedge Funds in Europe: Changes and Challenges / PriceWaterhouseCoopers. – London, 2006. – 141 p.
130. Torrey Y. E. Hedge Funds: Regulation and Nonregulation. – Nova Science Pub Incorporated, 2009.
131. Vasilescu L., Popa A. Economic Value Added: Pros and Cons //Finance-Challenges of the Future. – 2011. – Т. 1. – №. 13. – С. 60-65.
132. Wang M. C. Value relevance of Tobin's Q and corporate governance for the Taiwanese tourism industry //Journal of Business Ethics. – 2015. – Т. 130. – №. 1. – С. 223-230.
133. When Total Shareholder Return Isn't the Answer // Сайт Pearl Meyer – U.S. Securities and Exchange Commission [2015]. – Режим доступа: <https://www.pearlmeier.com/when-relative-total-shareholder-return-isnt-answer.pdf>, – Загл. с экрана. (02.03.2021).
134. Young S. D. et al. EVA and value-based management. – McGraw-Hill Professional Publishing, 2000.



# ПРИЛОЖЕНИЯ

## Приложение 1

### Рис. 6. Цель инвестиции хедж-фонда в форме SC 13D

#### Item 4. Purpose of Transaction

The Reporting Persons acquired their positions in the Shares in the belief that they were undervalued. The Reporting Persons see great long-term potential in the Issuer's industry and believe the Issuer's current situation is analogous to that recently faced by companies such as CVR Energy, Forest Laboratories, Chesapeake Energy and Biogen, as well as a number of other companies over the last two decades, where the Reporting Persons' involvement helped to generate tremendous returns for all shareholders. The Reporting Persons intend to seek to have conversations with members of the Issuer's senior management and board of directors to discuss the Issuer's business and strategies to enhance shareholder value, which may include the pursuit of operating initiatives or the exploration of strategic alternatives. The Reporting Persons may also determine to seek shareholder board representation if appropriate.

The Reporting Persons may, from time to time and at any time: (i) acquire additional Shares and/or other equity, debt, notes, instruments or other securities (collectively, "Securities") of the Issuer (or its affiliates) in the open market or otherwise; (ii) dispose of any or all of their Securities in the open market or otherwise; or (iii) engage in any hedging or similar transactions with respect to the Securities.

Источник: SEC EDGAR

## Приложение 2

### Таблица 12. Информация об активных действиях хедж-фонда в форме DEF 14A

#### BACKGROUND TO THE ANNUAL MEETING

Following the announcement of Dell's proposed going-private merger transaction on February 5, 2013, Dell received communications from Southeastern Asset Management, Inc. ("Southeastern") and Icahn Enterprises L.P., an affiliate of Carl C. Icahn ("Icahn Enterprises"), who are Dell stockholders, stating that they intended to take certain actions to oppose the proposed merger. On August 16, 2013, Icahn Enterprises, Southeastern and Longleaf Partners Fund, a client of Southeastern ("Longleaf"), filed with the SEC a preliminary proxy statement in connection with their potential joint solicitation of proxies in favor of election to the Board at the annual meeting of an alternative slate of directors nominated by Mr. Icahn and his affiliates and Longleaf. On September 9, 2013, Mr. Icahn and Southeastern each issued public statements indicating that they no longer would "pursue additional efforts to defeat" the proposed merger. At a special meeting of Dell's stockholders on September 12, 2013, the merger agreement for the proposed merger was adopted by the requisite votes of Dell's stockholders. Also on September 12, 2013, Southeastern and Mr. Icahn and his affiliates made filings with the SEC in accordance with Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934 (the "Exchange Act") in which the reporting persons disclosed that Southeastern and Icahn Enterprises and its affiliates have "terminated their agreement to cooperate regarding an alternative proposal" to the proposed merger "and the nomination of a slate of directors at the annual meeting." The September 12, 2013 filing by Southeastern on Schedule 13G included a certification that the securities beneficially owned by Southeastern "were acquired in the ordinary course of business and were not acquired for the purpose and do not have the effect of changing or influencing the control of the issuer of such securities."

On the basis of the public statements made by Mr. Icahn and Southeastern on September 9, 2013, the SEC filings described above made by Southeastern and Mr. Icahn and his affiliates on September 12, 2013, and the adoption of the merger agreement at the special meeting of Dell's stockholders on September 12, 2013, Dell believes that Icahn Enterprises and Southeastern no longer intend to seek the election at the annual meeting of an alternative slate of director nominees.

9

Источник: SEC EDGAR